

**UNIVERSIDAD INTERNACIONAL SEK**  
**FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES**

**Trabajo de fin de carrera titulado:**

**LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN EL MERCADO DE  
VALORES ECUATORIANO**

**Realizado por:**

**ESTEBAN ANDRÉS VALDOSPINOS CASTRO**

**Como requisito para la obtención del título de:**

**ABOGADO DE LOS TRIBUNALES DE LA REPÚBLICA**

**QUITO, ENERO DE 2012**

## DECLARACIÓN JURAMENTADA

Yo, Esteban Andrés Valdospinos Castro, declaro bajo juramento que el trabajo aquí descrito es de mi autoría, que no ha sido presentado previamente para ningún grado o calificación profesional; y que he consultado las referencias bibliográficas que se incluye en este documento.

A través de la presente declaración cedo mis derechos de propiedad intelectual correspondientes a este trabajo, a la UNIVERSIDAD INTERNACIONAL SEK, según lo establecido por la Ley de Propiedad Intelectual, por su Reglamento y por la normatividad institucional vigente.

.....

Esteban Andrés Valdospinos Castro

C.C. 171743999-4

## DECLARATORIA

**El presente trabajo de investigación de fin de carrera, titulado**  
**“LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN EL MERCADO DE VALORES**  
**ECUATORIANO”**

Realizado por el alumno  
Esteban Andrés Valdospinos Castro

Como requisito para la obtención del título de  
DOCTOR

Ha sido dirigido por el profesor  
Dr. Gabriel Galán

Quien considera que constituye un trabajo original de su autor.

---

Dr. Gabriel Galán  
Director

Los profesores informantes:  
Dr. Andrés Badillo, y  
Dr. Esteban Ortiz

Después de revisar el trabajo escrito presentado,  
Lo han calificado como apto para su defensa oral ante el tribunal examinador.

---

Dr. Andrés Badillo

---

Dr. Esteban Ortiz

Quito, a \_\_\_\_ de febrero de 2012

## DEDICATORIA

A mis padres y hermanos pilares fundamentales de mi existencia.

*Andrés Valdospinos Castro.*

## AGRADECIMIENTO

Mi más profundo agradecimiento a la Universidad Internacional SEK, a sus maestros universitarios quienes contribuyeron sin egoísmo y con dedicación a la culminación de mi formación profesional y mi reconocimiento especial al Dr. Gabriel Galán maestro, amigo y director de la presente tesis.

*Andrés Valdospinos Castro*

## RESUMEN

En Ecuador, el tema del mercado de valores ha sido poco desarrollado y muy poco explotado por las empresas y/o posibles usuarios. Esta investigación pretende analizar este mercado desde el punto de vista de su estructura legal, tomando en cuenta que, de igual manera, es un tema que tiene mucho que ver con la economía y las finanzas.

Para facilitar la comprensión y guardar la coherencia del estudio, esta investigación se la ha estructurado en cuatro capítulos, los cuales abordan el tema sistemáticamente, partiendo de lo general para llegar a conclusiones específicas.

El primer capítulo tiene que ver con el tema económico, los mercados, su funcionamiento la interacción entre la oferta y la demanda, temas vitales para comprender los próximos capítulos. De igual manera, se aborda de manera específica el funcionamiento del mercado de valores, los títulos valores y las obligaciones, haciendo una clara diferenciación entre éstos.

El segundo capítulo está orientado más hacia el aspecto histórico, tanto desde una perspectiva nacional como internacional de los títulos valores, aquí se explica la evolución de estos instrumentos de financiamiento y se identifica la relevancia que pueden llegar a tener al crearse los ambientes necesarios para la evolución del mercado de valores. Asimismo, se hace una pequeña reseña de la historia de la ley de mercado de valores en el Ecuador.

Posteriormente, el tercer capítulo aborda el tema legal, por medio de un estudio crítico de la actual ley de mercado de valores ecuatoriana. El cuarto capítulo tiene que ver con la relevancia de la emisión de obligaciones en la economía ecuatoriana y su mala utilización. Finalmente, se presentan las respectivas conclusiones y recomendaciones.

## ABSTRACT

In Ecuador, the theme of the stock market has been underdeveloped and largely untapped by companies and / or potential users. This research aims to analyze the market from the point of view of its legal structure, taking into account that, similarly, is a subject that has much to do with economics and finance.

To facilitate understanding and ensure consistency of the study, this research has been structured into four chapters, which address the issue systematically, starting from general to specific conclusions.

The first chapter deals with the economic issue markets, functioning interaction between supply and demand issues vital to understand the next chapters. Similarly, specifically deals the performance of the stock market, securities and obligations, making a clear differentiation between them.

The second chapter is geared more toward the historical aspect, both from a national and international securities, this explains the evolution of these funding instruments and identifies the importance that can have to create the necessary environments for stock market developments. It also makes a small review of the history of stock market law in Ecuador.

Subsequently, the third chapter addresses the legal issue through a critical study of the current stock market law in Ecuador. The fourth chapter deals with the relevance of the issue of bonds in the Ecuadorian economy and their misuse. Finally, we present some conclusions and recommendations.

## RESUMEN EJECUTIVO

El tema que se desarrolla a continuación busca conocer y entender bajo la legislación Ecuatoriana la Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores Ecuatoriano.

Este mecanismo ha ido cobrando cada vez más fuerza, por lo que a medida que se siga desarrollando se irá transformando en una alternativa de financiación más atractiva y recomendable a fin de promover la rentabilidad de la empresa.

El objetivo general de este trabajo es Estudiar la Emisión de Obligaciones como mecanismo idóneo de financiamiento de las empresas en Ecuador a través del Mercado de Valores mediante el estudio de los antecedentes, evolución y estructura este mercado en el Ecuador, además de estudiar los diferentes mecanismos de financiamiento existentes en la legislación ecuatoriana.

Autores, tales como Jimmy Hernández (2005) y Alexander Gordón (2010), sostienen que una de las herramientas más utilizadas en el proceso de financiamiento de una empresa es la emisión de obligaciones, sin duda alguna ésta se ha consolidado como una herramienta utilizada con éxito en varios países alrededor del mundo.

Con la finalidad de negociar los títulos valores emitidos por una empresa se crea el mercado de valores, el cual es un segmento del mercado de capitales; es decir, por medio de este mercado, las empresas negocian sus títulos valores.

Entre los principales títulos valores que se negocian en el mercado de valores se encuentran las obligaciones que, en general, son títulos que las empresas u organizaciones pueden emitir con el fin de financiar sus actividades productivas, sin tener que recurrir a la participación de intermediarios financieros.

El Diccionario de Economía Política define al mercado de valores como: “un mercado, en la terminología económica, es el área dentro de la cual los vendedores y los compradores de una mercancía mantienen estrechas relaciones comerciales, y llevan a cabo abundantes transacciones de tal manera que los distintos precios a que éstas se realizan tienden a unificarse”.

La oferta en el mercado de valores se concibe como todas las empresas que emiten sus valores a cambio de financiamiento.

La existencia de un mercado nacional de valores hace posible que los propietarios de valores conviertan sus tenencias en efectivo y para aquellos que tienen efectivo que compren los valores de los propietarios actuales.

La emisión de obligaciones es uno de los mecanismos más utilizados por las empresas puesto que se crea una deuda a cargo de la misma en condiciones que se ajustan a la medida de las necesidades particulares de cada empresa.

A través de la Bolsa de Valores las empresas pueden negociar sus títulos valores, lo cual constituye una excelente ventana para las empresas que en ella realizan transacciones, ya que difunde información acerca de ellas a importantes inversionistas tanto a nivel local como a nivel internacional.

Entre los principales títulos valores que se negocian en el mercado de valores se encuentran las obligaciones que son títulos de deuda que emite una empresa con la finalidad de captar recursos del público sin la participación de intermediarios financieros, para financiar sus actividades productivas.

La emisión de obligaciones es el mecanismo mediante el cual una compañía privada o del sector público inscrita en el Registro del Mercado de Valores, emite papeles de deuda a un determinado rendimiento y plazo y los ofrece en el mercado de valores al público en general o a un sector específico de éste.

Toda emisión de obligaciones necesita calificación de riesgo inicial y una revisión de por lo menos dos veces al año, esta calificación está a cargo de las compañías calificadoras de riesgo.

Las emisiones de obligaciones están amparadas con garantías generales y además pueden contar con garantía específica. La presente investigación busca fundar precedentes para la Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores Ecuatoriano.

## **1. Funciones del Mercado de Valores**

Entre las principales funciones del mercado de valores se pueden citar las siguientes:

### **1.1. Segmentos del Mercado de Valores**

Existen diversos segmentos a través de los cuales el mercado de valores canaliza los recursos financieros hacia las actividades productivas, entre ellos se encuentran:

**1.1.1. Mercado Bursátil:** Está formado por oferentes, demandantes y brokers (intermediarios de valores autorizados) los cuales negocian los títulos valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores.

**1.1.2. Mercado Extrabursátil:** Intervienen inversionistas institucionales con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

**1.1.3. Mercado Primario:** El mercado primario generalmente está reservado para inversionistas con alto valor neto, los fondos mutuos y los inversionistas institucionales, que tienen la primera oportunidad para comprar un IPO antes de que el público tenga la oportunidad para comprarla.

## **2. Ventajas del Mercado de Valores:**

- Las empresas emisoras tienen la posibilidad de obtener mayor financiamiento y a un plazo mayor.

- Se diversifican los riesgos a través de la opción de invertir en diferentes productos financieros.
- Los ganancias que se originan de las inversiones en el mercado de valores tienen un trato fiscal más favorable
- La infraestructura del mercado de valores está organizada para que las transacciones se realicen de forma ordenada, transparente y segura.
- Existe una entidad encargada de regular y supervisar el buen funcionamiento del mercado y proteger a los inversionistas
- Se exige suficiente información sobre los participantes del mercado, lo que brinda mayor seguridad a quienes participan en ella.
- Acceso a asesoría especializada en inversiones.

### **3. Los Títulos Valores en la Historia**

Los títulos valores, se presentan cuando una empresa adquiere una obligación a favor de un prestatario por un período de tiempo determinado.

Históricamente, los títulos valores surgen a la par con el Derecho Mercantil, alrededor de la edad media, como consecuencia del desarrollo de las actividades comerciales.

Los Títulos valores que dan derecho a su tenedor a recibir una cosa estipulada: Por ejemplo los warrants (garantía), el cual consiste en un recibo de una mercadería depositada en los almacenes y son negociables.

Tanto los títulos como los Certificados de las cuentas tendrán las características de ejecutivos y su contenido se sujetará a las disposiciones que para el efecto dictará el C.N.V.

Las obligaciones nacen, ya del concurso real de las voluntades de dos o más personas, como en los contratos o convenciones; ya de un hecho voluntario de la persona que se obliga, como en la aceptación de una herencia o legado y en todos los cuasicontratos; ya a consecuencia de un hecho que ha inferido injuria o daño a otra persona, como en los delitos; ya por disposición de la ley, como entre los padres y

En 1994, las rápidas subidas de tipos de interés a corto plazo en EE UU provocaron pérdidas a muchos prestamistas de valores como consecuencia de la reinversión en diferentes instrumentos del mercado monetario de los dólares (cash) que habían tomado como garantía.

#### **4. Características del Mercado de Valores:**

El mercado de valores se caracteriza por:

- **Rentabilidad:** siempre que se invierte en Bolsa se pretende obtener un rendimiento y este se puede obtener de dos maneras: la primera es con el cobro de dividendos y la segunda con la diferencia entre el precio de venta y el de compra de los títulos, es decir, la plusvalía o minusvalía obtenida.
- **Seguridad:** la Bolsa es un mercado de renta variable, es decir, los valores van cambiando de valor tanto al alza como a la baja y todo ello conlleva un riesgo. Este riesgo se puede hacer menor si se mantienen títulos a lo largo del tiempo, la probabilidad de que se trate de una inversión rentable y segura será mayor. Por otra parte es conveniente la diversificación; esto significa que es conveniente que no se adquieran todos los títulos de la misma empresa sino de varias.
- **Liquidez:** facilidad que ofrece este tipo de inversiones de comprar y vender rápidamente

#### **5. El Mercado de Valores Ecuatoriano**

El mercado de valores es el lugar (físico o no) donde se reúnen muchos oferentes de títulos valores (empresas) y muchos demandantes de éstos (inversionistas), los cuales realizan una serie de operaciones a fin de llegar a una negociación de títulos valores (acciones, obligaciones, reportos, certificados de inversión, títulos estatales, etc.), permitiendo, de esta forma, canalizar eficientemente el ahorro del público al sector productivo.

Al respecto Casco Muñoz manifiesta: “La Bolsa de Valores es un mercado en el que participan intermediarios (operadores de valores, representantes de casas de valores)

debidamente autorizados con el propósito de realizar operaciones, por encargo de sus clientes, sean estas de compra o venta, de títulos valores (acciones, pagarés, bonos, etc.) emitidos por empresas inscritas en ella (emisores)” (Casco Muñoz, 2005).

Las compañías de financiamiento comercial pueden actuar como intermediarios de valores si en desarrollo de sus operaciones autorizadas realizan actividades de intermediación en el mercado público de valores y además tienen la debida autorización para realizar las actividades de intermediación.

El Mercado de Valores ecuatoriano es parte de los mercados financieros, cumple un rol canalizador del ahorro hacia la inversión, otorga financiamiento a largo plazo y a costos menores, utilizando instrumentos como acciones, titularizaciones, obligaciones, etc., tuvo sus orígenes en el año de 1970 como consecuencia del establecimiento de las bolsas de valores en Quito y Guayaquil (1969), a través de una disposición del entonces presidente José María Velasco Ibarra.

“En Ecuador, el génesis del mercado de valores está ligado a la historia de la Bolsa de Comercio como institución jurídica, cuyas disposiciones están contempladas en el Código de Comercio de 1906, esta normativa no fue herramienta suficiente para estimular el desarrollo de este mercado” (Superintendencia de Compañías, 2008).

Casi 30 años más tarde se estableció en Guayaquil la denominada “Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.”, que duró en actividades desde mayo de 1935 a junio de 1936, ya que no existía mucha oferta de títulos valores, la capacidad de ahorro del país en ese entonces era muy baja, falta de educación de las personas en relación a esta clase de inversiones financieras, la incipiente estructura industrial del Ecuador y las diversas alteraciones políticas que caracterizaron a esa época.

“Aunque eran pocas los instrumentos y emisores que se negociaban en esta bolsa, la tendencia predominante entre fines del siglo XIX e inicios del siglo XX fue al alza pero a partir de la década de los veinte esta tendencia se invierte y los precios comienzan a descender, la explicación de este fenómeno se encuentra en los hechos ocurridos en esa época.” (Superintendencia de Compañías, 2008)

La Ley de Mercado de Valores pretende compilar los múltiples problemas que pueden presentarse en relación al mercado de valores.

La primera Ley de Mercado de Valores se expidió en el Ecuador el 26 de Mayo de 1.993, la cual impulsó la creación de varias instituciones anexas a este negocio y crearon las condiciones básicas para la ampliación del mercado. Posteriormente, en el año de 1998 se expide una nueva Ley de Mercado de Valores, que incorpora las figuras de inversionistas institucionales, titularización y fideicomisos.

En 2006 se presenta y posteriormente se aprueba el nuevo proyecto de Ley del Mercado de Valores, el cual plantea un control más estricto por parte de las entidades de control y apoyo, con el objetivo de prevenir futuros fraudes en perjuicio de los inversionistas, establece como principios fundamentales, la protección de la fe pública, la promoción del desarrollo de los sectores productivos, el fortalecimiento del regulador, supervisión normativa y de riesgo, y el cumplimiento de estándares internacionales.

La Ley de Mercado de Valores pretende organizar jurídicamente las operaciones que se realizan a diario en el mercado de valores.

Tiene por objeto promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna.

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

El Mercado de Valores está regulado por el CONSEJO NACIONAL DE VALORES (CNV), que se encarga de establecer políticas y mecanismos de fomento y capacitación del mismo y, de esta manera, impulsar el desarrollo de este mercado.

Ejecutar las políticas dispuestas por el Consejo Nacional de Valores y regular las actividades llevadas a cabo dentro del mercado de valores.

La nueva Ley de Mercado de Valores fue una señal de que habría una transformación en el mercado de valores; los inversionistas financieros están al tanto que en toda América Latina la reestructuración de la economía y de la deuda externa significa una vertiginosa subida de precios de las acciones en las Bolsas de Valores, por lo que los inversionistas nacionales complementados con los extranjeros comenzaron a especular con las acciones de las pocas empresas que cotizaban.

Esta nueva Ley fue un factor decisivo para el auge de las negociaciones en el mercado accionario, por cuanto estableció claramente las condiciones para la operación del Mercado de Valores y sus participantes, y adicionalmente otorgó incentivos tributarios para estimular el desarrollo de dicho mercado.

## **6. Organismos de Control del Mercado de Valores Ecuatoriano**

**6.1.El Consejo Nacional de Valores:** Constituye el órgano rector y encargado de establecer la política general del mercado de valores, fue creado en el año 1965 como la Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional como institución orientada a la concesión de crédito para el desarrollo industrial. Para establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento, se crea como institución adscrita a la Superintendencia de Compañías, como un órgano rector del mercado de valores, el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.), el mismo que está integrado por siete miembros.

### **6.1.1.Las funciones del Consejo Nacional de Valores ecuatoriano**

- Preservar los intereses legítimos de los partícipes del mercado de valores.
- Solicitar a los partícipes del mercado de valores la información que se considere relevante para ejercer en forma eficiente sus actividades de control;

- Revisar, verificar e intervenir en la evolución y desarrollo del mercado de valores, así como respecto de la actuación de las personas naturales y jurídicas del mismo;
- Evaluar, informar y recomendar los cambios que fueren del caso al Superintendente de Compañías, y por su intermedio al Consejo Nacional de Valores, respecto de la organización, situación administrativa y financiera, gestión y operaciones de los entes participantes en el mercado de valores;
- Proponer programas de promoción y desarrollo del mercado de valores propendiendo a la apertura de capitales y la canalización del ahorro interno y externo hacia los sectores productivos;
- Preparar en coordinación con las demás áreas operativas, administrativas y de asesoría de la Institución, documentos que sirvan para la organización de conferencias, seminarios y más eventos para un mejor conocimiento de los aspectos teóricos y prácticos de la actividad del mercado de valores, a nivel nacional e internacional;

**6.2. La Superintendencia de Compañías:** encargada de ejecutar las políticas dispuestas por el Consejo Nacional de Valores y regular las actividades llevadas a cabo dentro del mercado de valores.

**6.3. DECEVALE:** es una Sociedad Anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías a través de la Intendencia de Mercado de Valores, es la encargada de liquidar las operaciones negociadas en las dos Bolsas de Valores existentes en el Ecuador.

## **7. La Intermediación de Valores y los Intermediarios.-**

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

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

Tanto en el mercado primario como secundario los valores inscritos en bolsa deberán negociarse únicamente en el mercado bursátil a través de las casas de valores, con excepción de las transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales o de hecho.

Finalmente, las consideraciones de mercado están relacionadas con las preferencias de los accionistas por el pago continuo de flujos fijos o crecientes de dividendos y con el contenido de la información percibida de los dividendos.

“Las empresas que emplean esta política deben elevar el nivel del dividendo regular una vez que se hayan alcanzado los incrementos comprobados en las ganancias” (Aguirre Sábada, 1992).

## **8. Alternativas de Financiamiento**

Existen varias alternativas de financiamiento, como por ejemplo el crédito bancario, documentos negociables, préstamos privados, entre otras, por las cuales las empresas pueden optar al momento de satisfacer sus necesidades de financiamiento en el contexto del emprendimiento de un nuevo proyecto, un plan global de crecimiento o simplemente con el afán de reestructurar pasivos.

Una de las opciones más comunes de financiamiento con terceros en el Ecuador es el endeudamiento bancario, lastimosamente el mercado de valores no ha alcanzado gran desarrollo, pues para comparar la conveniencia de estos mecanismos, se deben considerar algunas variables, tales como la relación Deuda/Capital, el costo del apalancamiento, riesgo inherente al tipo de financiamiento, la estructura de propiedad y la posibilidad de diversificar las inversiones.

Entre estas variables se destaca, como una de las más relevantes, al costo del financiamiento en el momento de tomar una decisión, bajo el criterio de la maximización de utilidades y a obtener los recursos necesarios al menor costo.

En América Latina, se puede tomar como referente el mercado de valores mexicano el cual ha alcanzado un gran desarrollo, mediante el mercado de valores, las empresas mexicanas tienen la opción de obtener financiamiento mediante la colocación de instrumentos de deuda, los cuales pueden ser de corto, mediano o largo plazo.

Finalmente se puede decir que uno de los componentes que afecta a la empresa al momento de tomar la decisión de emitir obligaciones es el poco desarrollo del mercado en donde se puedan negociar estas obligaciones, por lo que, en primer lugar, debe fomentarse el desarrollo de este mercado ya que es un elemento esencial para el financiamiento alternativo de mediano y largo plazo de las empresas y puede consolidarse como un factor importante del crecimiento económico de Ecuador.

Para impulsar el desarrollo del mercado de valores se necesita el apoyo del Gobierno Nacional para que ayude a superar los problemas en la estructura en este mercado.

Un factor por el que el mercado de capitales ecuatoriano se ha visto rezagado en relación a los países desarrollados, es la falta de conocimiento que el público y las empresas tiene sobre éste, por lo que se debe crear una cultura enfocada a la inversión, a través del fomento del ahorro nacional, para que este pueda ser canalizado hacia la inversión productiva privada y pública a través de un mercado de valores reestructurado.

Luego de crear las condiciones adecuadas para un mercado de valores bien estructurado, una regulación bien fundamentada, el desarrollo del conocimiento sobre de la importancia que el mercado de capitales tiene, es necesario exponer al público y a las empresas la forma de funcionamiento de éste.

# ÍNDICE DE CONTENIDOS

<b>DECLARACIÓN JURAMENTADA.....</b>	<b>ii</b>
<b>DECLARATORIA .....</b>	<b>iii</b>
<b>DEDICATORIA .....</b>	<b>iv</b>
<b>AGRADECIMIENTO.....</b>	<b>v</b>
<b>RESUMEN .....</b>	<b>vi</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>vii</b>
<b>RESUMEN EJECUTIVO.....</b>	<b>viii</b>
<b>ÍNDICE DE CONTENIDOS .....</b>	<b>xx</b>
<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO I.....</b>	<b>2</b>
<b>1 GENERALIDADES: DEFINICIONES Y CONCEPTOS PRINCIPALES .....</b>	<b>2</b>
1.1 ANTECEDENTES ECONÓMICOS.....	3
1.1.1 Definición de Mercado .....	3
1.1.2 La Demanda.....	3
1.1.3 La Oferta .....	4
1.2 EL MERCADO DE VALORES.....	5
1.2.1 Funciones del Mercado de Valores.....	6
1.2.2 Segmentos del Mercado de Valores.....	6
1.2.3 Ventajas del Mercado de Valores .....	7
1.3 TÍTULOS VALORES .....	8
1.4 LAS OBLIGACIONES .....	8
<b>CAPÍTULO II.....</b>	<b>11</b>
<b>2 EMISIÓN DE TÍTULOS VALORES: LAS OBLIGACIONES.....</b>	<b>11</b>
2.1 ANTECEDENTES HISTÓRICOS.....	11
2.2 ORIGEN DE LOS TÍTULOS VALORES .....	11
2.3 CONCEPTO DE LOS TÍTULOS VALORES .....	13
2.4 CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS VALORES.....	14
2.5 CLASIFICACIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES.....	16
2.5.1 Por la Causa .....	16
2.5.2 Por la Circulación .....	16
2.5.3 Según el Emisor .....	17

2.5.4	Por la Duración .....	17
2.5.5	Según el Modo como se Emiten .....	17
2.5.6	Según la Clase de Prestación a que dan Derecho .....	18
2.6	<b>LAS OBLIGACIONES .....</b>	<b>19</b>
2.6.1	Concepto .....	21
2.6.2	Objeto de las Obligaciones .....	22
2.6.3	Clasificación de las Obligaciones .....	23
2.6.3.1	Obligaciones Especiales o Papel Comercial .....	23
2.6.3.2	Obligaciones Convertibles .....	23
2.6.4	Historia de las Obligaciones en el Contexto del Desarrollo del Mercado de Valores Internacional .....	26
2.6.5	Antecedentes Legislativos .....	31
<b>CAPÍTULO III .....</b>		<b>33</b>
<b>3</b>	<b>LA LEY DE MERCADO DE VALORES .....</b>	<b>33</b>
3.1	EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO .....	34
3.2	OBJETIVOS DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES .....	36
3.3	ANTECEDENTES DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES EN ECUADOR .....	38
3.4	ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES .....	39
3.4.1	Organismos Reguladores .....	41
3.4.2	Supervisión/Fiscalización .....	41
3.4.3	Emisores.....	41
3.4.4	Inversionistas .....	42
3.4.5	Intermediarios .....	42
3.4.6	Mercado de Valores .....	42
3.4.7	Liquidación de Valores (DECEVALE) .....	42
3.4.8	Entidades de Apoyo .....	43
<b>CAPÍTULO IV.....</b>		<b>44</b>
<b>4</b>	<b>MECANISMOS ALTERNATIVOS DE FINANCIAMIENTO.....</b>	<b>44</b>
<b>CAPÍTULO IV.....</b>		<b>52</b>
<b>5</b>	<b>EMISIÓN DE OBLIGACIONES .....</b>	<b>52</b>
5.1	FUNDAMENTO LEGAL .....	55
5.2	NORMATIVIDAD VIGENTE .....	55
5.3	DISPOSICIONES GENERALES PARA LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES CONSTANTES EN EL REGLAMENTO PARA EMISIÓN DE OBLIGACIONES.....	57
5.3.1	Montos .....	57
5.3.2	Plazos .....	58
5.3.3	Unidad Monetaria .....	59
5.3.4	Intereses .....	59
5.3.5	Tratamiento Fiscal .....	59
5.3.6	Colocación .....	59

5.3.7	Agente Pagador.....	60
5.3.8	Convenio de Representación .....	60
5.4	PROCEDIMIENTO.....	60
5.4.1	Junta General .....	60
5.4.2	Trámite en la Superintendencia de Compañías.....	61
5.4.3	Oferta Pública .....	61
5.4.4	Prospecto.....	62
5.4.5	Calificación de Riesgo .....	65
5.4.6	Sistema de Distribución .....	67
5.4.7	Mercado Secundario .....	68
5.4.8	Redención .....	68
5.4.9	Prelación .....	68
5.5	INCENTIVOS TRIBUTARIOS Y REFORMAS A OTRAS LEYES .....	68
<b>CAPÍTULO VI.....</b>		<b>70</b>
<b>6</b>	<b>CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....</b>	<b>70</b>
6.1	CONCLUSIONES.....	70
6.2	RECOMENDACIONES .....	70
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>		<b>72</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico N° 1	Oferta y Demanda .....	5
Gráfico N° 2	Proceso de Titularización.....	10
Gráfico N° 3	Estructura del Mercado de Valores.....	40

## INTRODUCCIÓN

El tema que se desarrolla a continuación busca conocer y entender de qué modo y bajo la legislación Ecuatoriana funciona la Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores Ecuatoriano.

Este mecanismo ha ido cobrando cada vez más fuerza, por lo que a medida que se siga desarrollando se irá transformando en una alternativa de financiamiento más atractiva y recomendable a fin de promover la rentabilidad de la empresa a través del mercado de valores.

En Ecuador, el mercado de valores no ha alcanzado su máximo desarrollo, ya sea por la poca oferta existente, el desconocimiento de la demanda o la incipiente estructura del mercado, que a pesar de los marcados esfuerzos por desarrollarlo no ha podido consolidarse como un sector importante de la economía.

A continuación se analizará la emisión de obligaciones como una alternativa de financiamiento para la empresa ecuatoriana, su limitada utilización y los aspectos más relevantes de la Ley de Mercado de Valores.

# CAPÍTULO I

## 1 GENERALIDADES: DEFINICIONES Y CONCEPTOS

### PRINCIPALES

Autores, tales como Jimmy Hernández (2005) y Alexander Gordon (2010), sostienen que una de las herramientas más utilizadas en el proceso de financiamiento de una empresa es la emisión de obligaciones, sin duda alguna ésta se ha consolidado como una herramienta utilizada con éxito en varios países alrededor del mundo. La perenne indagación de métodos de oxigenación de los estados financieros, la búsqueda de nuevas formas de apalancamiento y el continuo afán de crecimiento de las empresas, fueron los principales motivos para la búsqueda de una nueva forma de financiamiento. De esta manera aparece la emisión de papeles de deuda u obligaciones con la finalidad de captar recursos.

Con la finalidad de negociar los títulos valores emitidos por una empresa se crea el mercado de valores, el cual es un segmento del mercado de capitales; es decir, por medio de este mercado, las empresas negocian sus títulos valores a través de la emisión de papeles de deuda u obligaciones con la finalidad de captar recursos.

Entre los principales títulos valores que se negocian en el mercado de valores se encuentran las obligaciones que, en general, son títulos que las empresas u organizaciones pueden emitir con el fin de financiar sus actividades productivas, sin tener que recurrir a la participación de intermediarios financieros. En este proceso se reconoce o crea una deuda a cargo de la entidad que la emite. En esto consiste la emisión de obligaciones o papel comercial.

En el presente capítulo se estudiarán los aspectos generales de la emisión de obligaciones, a fin de comprender la teoría que sustentará esta investigación.

## 1.1 ANTECEDENTES ECONÓMICOS

Antes de comenzar con el estudio, es preciso definir algunas nociones económicas básicas, las cuales servirán para entender varios de los conceptos que se exponen posteriormente.

### 1.1.1 Definición de Mercado

La definición económica generalmente aceptada dice que, un mercado es el lugar, físico o virtual, donde confluye la oferta y la demanda y propicia las condiciones para el intercambio de bienes y servicios.

El Diccionario de Economía Política lo define como: “un mercado, en la terminología económica, es el área dentro de la cual los vendedores y los compradores de una mercancía mantienen estrechas relaciones comerciales, y llevan a cabo abundantes transacciones de tal manera que los distintos precios a que éstas se realizan tienden a unificarse”.

Entonces, en un mercado de valores, confluyen muchos oferentes y muchos demandantes con el fin de intercambiar valores emitidos por diferentes organizaciones.

### 1.1.2 La Demanda

La demanda de un bien determina la cantidad de dicho bien que los compradores desean comprar a un nivel de precio determinado. En el mercado de valores, la demanda está constituida por todos aquellos individuos que invierten en valores.

La demanda se determina principalmente por:

- a) Precio del bien o servicio: Si el precio de un bien o servicio aumenta la demanda disminuirá, mientras que si el precio baja su demanda aumenta.
- b) Beneficio: Si un bien o servicio produce mucho beneficio a su consumidor, aumenta la cantidad demandada de este bien o servicio.

- c) **Preferencias del Consumidor:** Es un factor subjetivo, es decir la demanda de un producto puede verse afectada por la influencia del medio en el que se desenvuelve el individuo (el medio influye en las preferencias del consumidor).

### **1.1.3 La Oferta**

La oferta determina la cantidad de un bien que los vendedores ofrecen al mercado en función del nivel de precio.

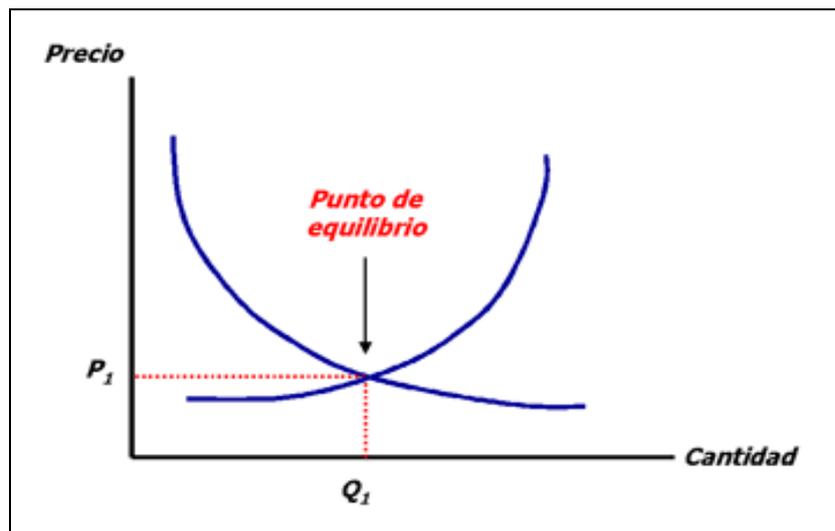
La oferta en el mercado de valores se concibe como todas las empresas que emiten sus valores a cambio de financiamiento.

La oferta viene determinada por las siguientes variables:

- a) **Precio del bien o servicio:** Si el precio de un bien o servicio es alto, el productor tendrá el deseo de producir mayor cantidad de este bien o servicio y viceversa.
- b) **Costo de los factores (Capital, Trabajo, Materia Prima):** Si el costo de los factores es alto, la producción bajará, ya que el costo de producción será mayor al beneficio obtenido por la venta del producto.
- c) **Tecnología:** Una mejora tecnológica conllevará una disminución del coste de fabricación, aumentando la rentabilidad del producto.

Los mercados operan según la ley de la oferta y la demanda. El punto de corte de las curvas de oferta y demanda se denomina punto de equilibrio, determinando una cantidad y un precio de mercado.

Gráfico N° 1: Oferta y Demanda



Fuente: Macroeconomía en la Economía Global, Sachs y Larrain

En este punto la cantidad que los compradores quieren adquirir coincide con la que los vendedores desean vender. Ambos grupos quedan satisfechos y no surgen presiones sobre el precio (ni al alza ni a la baja).

En un mercado competitivo las decisiones individuales de miles de compradores y vendedores empujan de forma natural hacia el punto de equilibrio”.<sup>1</sup>

## 1.2 EL MERCADO DE VALORES

Según Víctor Cevallos Vásquez; “el mercado de valores es el lugar donde concurre la oferta y la demanda de títulos valores. La existencia de un mercado nacional de valores hace posible que los propietarios de valores conviertan sus tenencias en efectivo y para aquellos que tienen efectivo que compren los valores de los propietarios actuales”.<sup>2</sup>

Fundamentalmente se negocian acciones, bonos y obligaciones corporativas. En este mercado, las operaciones se realizan en forma abierta al público, las condiciones para oferentes y demandantes son iguales ya que se desarrolla en un escenario donde existe información perfecta lo que promueve la creación de títulos negociables.

De esta manera, un mercado de valores puede ser visto como un impulsador del desarrollo económico de un país, ya que tiene la capacidad de incrementar el volumen de fuentes

<sup>1</sup> Sachs y Larrain. (2002). *Macroeconomía en la Economía Global*. s.l.: Pearson Educación. Pág. 172.

<sup>2</sup> Cevallos, Víctor. (2006). *Manual de Derecho Mercantil 4*. Quito: Editorial Jurídica del Ecuador. Pág.

financieras y, además, moviliza gran cantidad de recursos financieros hacia el sector productivo.

### 1.2.1 Funciones del Mercado de Valores

Entre las principales funciones del mercado de valores se pueden citar las siguientes:

- Facilitar el contacto entre las empresas y entidades que necesitan recursos de inversión con los ahorristas.
- Canalizar de manera directa recursos financieros (desde los sectores oferentes de recursos hacia el sector productivo) a corto, mediano y largo plazo.
- Conceden liquidez a la inversión, de tal forma que los tenedores de títulos puedan convertir en dinero sus títulos valores de manera más eficiente.
- Canalizar el ahorro de mediano y largo plazo hacia el financiamiento de las actividades productivas.
- Favorecen a la valoración eficiente de los activos financieros.

### 1.2.2 Segmentos del Mercado de Valores

Existen diversos segmentos a través de los cuales el mercado de valores canaliza los recursos financieros hacia las actividades productivas, entre ellos se encuentran:

- **Mercado Bursátil:** Está formado por oferentes, demandantes y brokers (intermediarios de valores autorizados) los cuales negocian los títulos valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, en las bolsas de valores.<sup>3</sup>
- **Mercado Extrabursátil:** Intervienen inversionistas institucionales con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores. Al igual que en el mercado bursátil

---

<sup>3</sup> Art. 3, Inc. 2. *Ley de Mercado de Valores.*

se desarrolla con la participación de intermediarios de valores autorizados, con la diferencia que éstos se encuentran fuera de las bolsas de valores.<sup>4</sup>

- **Mercado Privado:** Aquí se encuentran todas las negociaciones realizadas entre el comprador y el vendedor en forma directa sin la intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales.
- **Mercado Primario:** Es aquel en que los compradores y el emisor participan directamente o a través de intermediarios, en la compraventa de valores de renta fija o variable y determinación de los precios ofrecidos al público por primera vez.<sup>5</sup>
- **Mercado Secundario:** Comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación. Por ejemplo, cuando Corporación Favorita pone a disposición del público en general sus acciones a través de la Bolsa de Valores después de la segunda colocación.<sup>6</sup>

### 1.2.3 Ventajas del Mercado de Valores

Existen muchas ventajas al negociar en el mercado de valores, entre ellas están:

- Ambiente de confianza en los procesos.
- Grandes volúmenes de financiamiento a costos menores.
- Fácil entrada y salida del mercado.
- Eficiente intermediación para la transferencia de recursos.
- Permite la reestructuración de pasivos.
- Los procesos son supervisados a través de entes Reguladores y de Control

“La importancia de los mercados no puede apreciarse a menos que uno se dé cuenta que, sin ellos, la distribución pública de valores gubernamentales o corporativos sería, virtualmente imposible, y nuestra economía de gran escala no podría existir”.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> Art. 3, Inc. 3. *Ley de Mercado de Valores*.

<sup>5</sup> Art. 29, Inc. 1. *Ley de Mercado de Valores*.

<sup>6</sup> Art. 29, Inc. 2. *Ley de Mercado de Valores*.

<sup>7</sup> Geshstenberg, Charles. (1980). *Financiamiento y Administración de Empresas*. México: Compañía Editorial S.A. Pág. 325

### 1.3 TÍTULOS VALORES

En los mercados bursátil y extrabursátil se negocian "valores" por lo que es de mucha utilidad determinar cuál es su naturaleza jurídica y sus características esenciales a la luz de los principios doctrinales y del derecho positivo ecuatoriano.

Los valores constituyen documentos representativos de un derecho económico, que son negociables en el mercado de valores y pertenecen a un legítimo propietario; en general, son representativos de obligaciones dinerarias si bien confieren también otros derechos al tenedor; así, los títulos-valores de las compañías mercantiles (como las acciones) conceden, además del beneficio pecuniario, el derecho de formar parte de la entidad emisora, en calidad de socio con voz y voto, de conformidad con la ley y el estatuto pertinente.

Otros títulos en cambio solo confieren derechos pecuniarios, como las obligaciones, letras de cambio, etc. Por último hay títulos valores que dan derecho a su propietario a recibir una cosa determinada, conocimiento de embarque, carta de porte, etc.

Estas son simples generalidades de los Títulos Valores, en el capítulo correspondiente se lo trata de manera más amplia.

### 1.4 LAS OBLIGACIONES

El término jurídico "obligación" es multívoco. En derecho civil se enseña todo un curso de obligaciones. Por ello, algunos ordenamientos jurídicos como el argentino y el brasileño han adoptado el término inglés "debenture" que tiene la ventaja de su precisión. La obligación pertenece a la categoría de los valores mobiliarios, ósea aquellos títulos que son objeto de negociación, en los mercados llamados Bolsas de Valores. Las obligaciones se crean por declaración unilateral de voluntad de la sociedad creadora.

Bien podría definirse la obligación diciendo que es un título de crédito, emitido por una sociedad que representa para sus tenedores la participación individual en un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad emisora. Cada obligacionista es acreedor de la

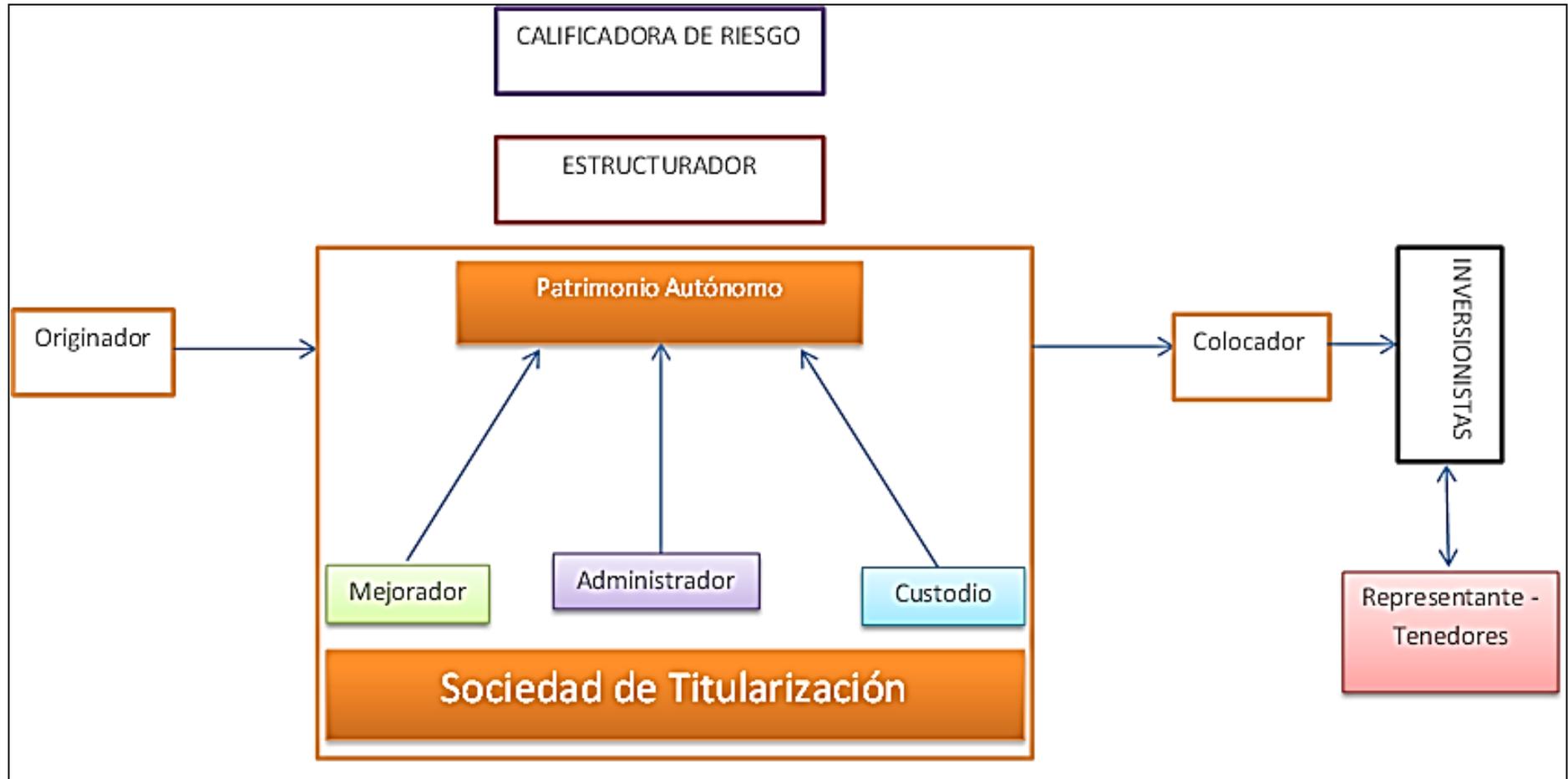
sociedad y de ahí que se oponga al accionista. Pero este crédito no debe ser considerado como un derecho individual contra la sociedad. La unidad del empréstito establece un vínculo jurídico entre las obligaciones.

Por otra parte el capitalista que suscribe las obligaciones tiene un derecho cuyo valor depende de la existencia y de la solvencia de la persona jurídica y contribuye, con el aporte de un capital, a la vida de esta persona.

Nuevamente en el capítulo correspondiente se ampliara el tema de Obligaciones ya que este primer capítulo son solo generalidades para entender de manera superficial cada tema a tratar sobre este trabajo de fin de carrera.

En la Ilustración 2 se puede ver la sistematización de titularización que corresponde a la emisión de obligación de conformidad con la legislación Boliviana el cual es similar al proceso el que se ha referido anteriormente.

Gráfico N° 2: Proceso de Titularización



Fuente: Bolsa de Valores de Bolivia

## CAPÍTULO II

### 2 EMISIÓN DE TÍTULOS VALORES: LAS OBLIGACIONES

#### 2.1 ANTECEDENTES HISTÓRICOS

La globalización y el desarrollo del comercio hace necesario encontrar formas más ágiles de circulación de los bienes, las cuales se amparan en la utilización de documentos que en la actualidad, como se ha visto anteriormente, se los ha denominado “títulos valores”.

Para el estudio y la apreciación esta actividad es necesaria la comprensión de los orígenes y la génesis del negocio de préstamo de valores. Este capítulo pretende describir el proceso histórico de transformación de los títulos valores.

Existen innumerables antecedentes de que pueblos antiguos tales como Grecia, Babilonia, Fenicia, Rodas y Egipto practicaban el comercio de una manera eficiente pero, a pesar de esto, no existe evidencia alguna del uso de papeles de comercio. Más bien, de acuerdo con datos históricos, éstos surgen en la Edad Media, con más exactitud en la Italia Medieval, con el origen de la letra de cambio, concebido como contrato de cambio. Las ferias de comercio y una economía monetarista de esta época obligaban el traslado de grandes sumas de dinero (o especies monetarias) de un lugar a otro, lo cual implicaba gran riesgo; en este punto aparecen los cambistas, quienes percibían cierta suma de dinero a cambio de un documento que el acreedor transportaba a otro sitio donde, el socio o delegado del cambista, devolvería el dinero entregado.

#### 2.2 ORIGEN DE LOS TÍTULOS VALORES

Previa a la existencia formal de los Títulos Valores, los derechos circulaban mediante cesión de créditos. El acreedor cedente respondía solamente por la existencia y

legitimidad del crédito y para que este crédito surta efecto respecto del deudor cedido se debía notificar la transferencia del título. Este proceso arrastraba posibles defectos, vicios y limitaciones que se hayan acumulado en cada una de las transferencias.

Otro instrumento utilizado con fines de circulación era la delegación. Aquí, el delegante (deudor primitivo), es reemplazado por el delegado (nuevo deudor respecto del delegatario), el cual es acreedor de la deuda. Pero, ninguna de estas dos alternativas cumplía con las exigencias de circulación, por tal motivo surge la letra de cambio.<sup>8</sup>

Gaiten Martínez (2009), Jorge R. Albornoz (2002) entre otros, remontan su origen a la India y China, donde existen vestigios de documentos similares a la letra de cambio, otros afirman que el uso de letras de cambio se extendió entre las ciudades marítimas y fue conocida en Grecia. De igual manera, existe evidencia de que fue conocida entre los romanos.

Según los tratadistas franceses de principios del siglo XIX, la letra de cambio como se la conoce en la actualidad, fue inventada por judíos, los cuales entregaban a viajeros y mercaderes extranjeros cartas enviadas a las personas a quienes habían confiado sus bienes, estas cartas ordenaban la entrega inmediata del dinero que se había dejado como depósito. Por otra parte, autores italianos como Pío Pita Pizarro (1833) señalan que los güelfos (expulsados por los gibelinos de Florencia), emplearon un documento (letra de cambio) para trasladar sus bienes y, de esta manera impedían que los enemigos se pudieran apropiar de sus bienes.

Sea cual sea el origen histórico de la letra de cambio, lo cierto es que ésta nace como medio de realizar el transporte de valores de una plaza a otra y se liga al contrato de cambio. Dado su uso generalizado en las ferias, la letra de cambio pasó a ser un título de crédito (siendo éste su carácter esencial), debido al apareamiento del endoso. La Ordenanza Francesa de 1673 codificó la Legislación Mercantil e incluyó a la letra de cambio; posteriormente, las Ordenanzas de Bilbao de 1737 dedican capítulos a las letras de cambio en el que se contiene una elaborada reglamentación de este documento.<sup>9</sup>

Los franceses no concebían que exista un deudor sin que en contraposición exista un acreedor por contrato. Por otra parte, los alemanes (encabezados por Einert) dejaron de lado la doctrina que enlazaba a la letra de cambio con el contrato de cambio, por lo que

---

<sup>8</sup> Gaiten, José. (2009). *Lecciones sobre títulos- valores*. Rosario: Universidad del Rosario. Pág. 15

<sup>9</sup> *Ibíd.* Pág. 21

plantearon la posibilidad de que una persona contrajera una obligación por declaración unilateral sin la necesidad de que compareciera al acto otra persona en calidad de acreedor. En este momento se sientan las bases para el surgimiento de los títulos de crédito o títulos valores tal como se conocen en la actualidad. La propuesta de Einert se recogió en la Ley de Cambio de 1848, convertida en Ley del Imperio Alemán (1869).

Por otro lado, en Venecia se expedían los llamados “Contadi di Banco”, y en el siglo XVI las “Cedule di Cartulario”, estos documentos eran órdenes de pago, con las cuales se podían retirar fondos depositados o dados en custodia en el Banco de San Ambrosio.

Los depositantes ingleses, giraban órdenes de pago contra el banco para ser cargadas en su respectiva cuenta; de esta forma, el cheque nace como una letra de cambio girada contra un banco y pagadera a la vista, la cual permitía, mediante compensación de créditos, abonar en cuenta del beneficiario la suma girada contra el banco cuando aquel era depositante del mismo.<sup>10</sup>

### 2.3 CONCEPTO DE LOS TÍTULOS VALORES

Dentro de la categoría de los títulos valores se incluyen documentos con diversas características. Fundamentalmente tienen en común que todos ellos constan de un emisor comprometido a efectuar una determinada prestación en favor de su legítimo tenedor, por esta razón, los títulos no son contratos.

La diferencia con los contratos reside en que los títulos-valor se formalizan en un documento breve y conciso, firmados por una o varias personas y que no necesitan para su validez la aceptación del receptor. Siendo aptos para circular de mano en mano, de tal manera que el último tenedor del título va a ser el que pueda exigirle al emisor el cumplimiento de la obligación que el título incorpora.<sup>11</sup>

Según el artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores, “se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y

---

<sup>10</sup> *Ibíd.*

<sup>11</sup> Casco, Erick. (2005). *La teoría general de los títulos valores*. s.l.: Universidad Centroamericana. Pág.

mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores. Para que un derecho pueda ser determinado como valor no requerirá de una representación material, pudiendo constar exclusivamente en un registro contable o anotación en cuenta en un Deposito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores”.<sup>12</sup>

Desde el punto de vista material, un título valor es un documento escrito firmado de manera unilateral por el deudor. Además, según José Luis García-Pita y Lastres (1999) se define como un derecho en beneficio de un tercero. El documento tiene un valor en la actividad económica y en especial en los negocios mercantiles. Quien suscribe un documento de esta naturaleza está obligado a dar una prestación frente al poseedor del título, y no subordina esa obligación a ninguna aceptación, ni a ninguna contraprestación.

Un título valor es un documento negociable, el cual acredita derechos a su dueño y otorga obligaciones al emisor del mismo. Constituyen documentos que representan un derecho económico, se negocian en el mercado de valores y pertenecen a un propietario legítimo; en general se pueden representar, de acuerdo a la naturaleza de la prestación, como:

- a) **Obligaciones dinerarias:** Confieren varios derechos al tenedor; así, títulos valores de compañías mercantiles (acciones por ejemplo), conceden aparte del correspondiente beneficio pecuniario, el derecho de formar parte de la entidad emisora; el tenedor tendrá calidad de socio de la organización.
- b) **Títulos valores que dan derecho a su tenedor a recibir una cosa estipulada:** Por ejemplo los warrants (garantía), el cual consiste en un recibo de una mercadería depositada en los almacenes y son negociables.

## 2.4 CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS VALORES

Como vimos históricamente, los títulos valores surgen a la par con el Derecho Mercantil, alrededor de la edad media, como consecuencia del desarrollo de las actividades comerciales.

---

<sup>12</sup> Comisión de Legislación y Codificación. (2006). *Ley de Mercado de Valores*. Codificación. Quito. Pág. 15.

“Son normas pactadas por los mercaderes para dar respuestas a necesidades colectivas. El motivo de su creación fue el interés de los mercaderes de aplicar normas rápidas, flexibles y ejecutivas para garantizar el cobro de los créditos”.<sup>13</sup>

En un inicio, los títulos valores surgen con la denominación “Títulos de Crédito” que eran condición necesaria y suficiente para atribuir un derecho a su tenedor.

Actualmente se conoce como títulos de crédito a las letras de cambio, pagarés, cheques y facturas cambiarias, que mantuvieran las características históricas de este tipo de títulos.

De todos modos, todos los títulos valores gozan de cuatro características esenciales, sin las cuales no podrían ser considerados valores.

- 1. La Incorporación:** Un documento es un título valor solo en la medida que tenga incorporado un derecho. El documento es necesario no solo porque es condición del nacimiento y conservación del derecho, sino también de su disfrute. Sin él, no es posible hacer efectivo el derecho en contra del obligado, ni transmitirlo a un tercero, ni darlo en garantía.
- 2. Legitimación:** Es una consecuencia de la incorporación porque para ejercer el derecho es necesario legitimarse existiendo el título (legitimación activa), y el deudor pagando el valor que se exhibe (legitimación pasiva).
- 3. Literalidad:** Se pone la constancia plena en el texto. Lo que no esté en el título o no sea expresamente declarado por el mismo, no puede influir sobre la deuda.
- 4. Autonomía:** El derecho consignado en el título es autónomo, lo que significa que cada uno de los tenedores del documento tiene un derecho propio, independiente de los anteriores tenedores.

---

<sup>13</sup> Casco, Erick. (2005). *Op. Cit.* Pág. 11.

## 2.5 CLASIFICACIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES

Existen diversos criterios de clasificación de los títulos valores, los mismos que no son excluyentes, es decir, que algunos títulos pueden encasillarse en varias de estas clasificaciones.

### 2.5.1 Por la Causa

Respecto a si el título contiene o no la mención de la relación jurídica que lo origina, los títulos pueden ser:

- **Causales**, cuando junto con la promesa de una prestación se enuncia en el mismo título el negocio o relación que le sirve de base, a cuya suerte está ligado y subordinado el cumplimiento de la promesa, por ejemplo, los certificados de depósitos a plazo fijo, las acciones de las sociedades anónimas.
- **Abstractos**, cuando el negocio o relación jurídica que lo origina no está mencionada en el título, de modo que la promesa de pago aparece desligada por completo de la causa, como por ejemplo en la letra de cambio, pagarés a la orden o los cheques.

### 2.5.2 Por la Circulación

- **Nominativos**, aquellos emitidos a nombre del beneficiario determinado, y, además, es necesario que lo inscriba en el registro del eminente, como en el caso de las acciones de las compañías anónimas, los certificados de depósito a plazo fijo. Estos títulos se transmiten mediante endoso también nominativo;
- **A la Orden**, en los que se indica el nombre del primer beneficiario seguido de la cláusula "a la orden" y se transmiten también mediante endoso. Como ejemplos de esta especie podemos citar a la letra de cambio, al cheque aunque estos títulos pueden ser emitidos también "al portador";

- **Al Portador**, en los cuales el título carece de beneficiario, es decir, de la designación de la persona en cuyo favor es librado, como en los casos de los cheques que se emiten sin ninguna formalidad.

### 2.5.3 Según el Emisor

Dependiendo de las personas que emitan los títulos valores, esto puede ser:

- **Público**, aquellos que son emitidos por el Estado o cualquier entidad del sector público en los casos y condiciones determinados en la Ley y con el fin de cubrir necesidades económicas, como en el caso de los bonos.
- **Privados**, cuando el emisor es una persona privada. Aquí hay que distinguir los títulos de libre creación o emisión como las letras de cambio, pagarés a la orden, etc., y los títulos cuya emisión debe ser realizada por personas jurídicas autorizadas por la Ley, como los certificados de depósito a plazo fijo que solo pueden emitir las instituciones financieras y las acciones que las emiten las sociedades anónimas o de economía mixta.

### 2.5.4 Por la Duración

- **Títulos de Duración.-** Como las acciones y las obligaciones; y,
- **Títulos de vencimiento inmediato.-** Como los cheques y las letras de cambio a la vista.

### 2.5.5 Según el Modo como se Emiten

- **En serie o en masa.-** Es decir, cuando se emiten títulos valores en forma múltiple en unidades equivalentes entre sí, y como resultado de una operación compleja, como en el caso de la emisión de acciones en la constitución o en un aumento de capital de una sociedad anónima o de economía mixta. Estos títulos tienen un valor inicial que

se va modificando de acuerdo a las variaciones del mercado, y, son básicamente fungibles y permutables por otros de la misma serie o valor.

- **Singulares.-** Aquellos que se emiten en razón de un negocio determinado que se realiza entre dos partes. Cada título tiene su individualidad en cuanto al beneficiario, fecha, importe, etc., como los cheques, letras de cambio, pagarés, etc.

#### **2.5.6 Según la Clase de Prestación a que dan Derecho**

- **Títulos que dan derecho a percibir sumas de dinero.-** Es decir, propiamente los títulos de crédito puros o monetarios, como la letra de cambio, el pagaré, los certificados de depósito a plazo fijo;
- **Títulos que dan derecho a la posesión de mercaderías.-** Como los warrants, las cartas de porte, etc.
- **Títulos que confieren derechos de participación.-** Como las acciones de una compañía anónima que confiere al accionista los derechos establecidos en la Ley y en el contrato; y,
- **Títulos que dan derecho a un servicio.-** Como las cartas de porte y los conocimientos de embarque marítimo o aéreo<sup>22</sup>.

La actividad de intermediación de valores supone la realización de operaciones que tengan por finalidad el acercamiento de demandantes y oferentes para la adquisición o enajenación de valores en el mercado bursátil.

Acerca de la intermediación de valores el artículo 4 de la Ley de Mercado de Valores manifiesta:

Art. 4.- De la intermediación de valores y de los intermediarios.- La intermediación de valores es el conjunto de actividades, actos y contratos que se los realiza en los mercados bursátil y extrabursátil, con el objeto de vincular las ofertas y las demandas para efectuar la compra o venta de valores. Son intermediarios de valores únicamente las casas de valores, las que podrán negociar en dichos mercados por cuenta de

terceros o por cuenta propia, de acuerdo a las normas que expida el Consejo Nacional de Valores (C.N.V). Las instituciones del sistema financiero podrán adquirir, conservar o enajenar, por cuenta propia, los valores de renta fija u otros valores, según los define esta Ley. Se prohíbe a dichas instituciones efectuar operaciones de intermediación de valores por cuenta de terceros en el mercado extrabursátil, pudiendo hacerlo únicamente por intermedio de una casa de valores.<sup>14</sup>

## 2.6 LAS OBLIGACIONES

Una de las alternativas más adecuadas para obtener financiamiento es recurrir a la oferta pública en el mercado de capitales. La elección más usual de las empresas es la emisión de obligaciones negociables que la empresa irá devengando hasta su vencimiento.

Las obligaciones financieras representan el valor de las obligaciones contraídas por la compañía mediante la obtención de recursos provenientes de establecimientos de crédito o de otras instituciones financieras u otros entes distintos de los anteriores, del país o del exterior.

Este tipo de créditos debe ser manejado con un especial cuidado por los responsables del área financiera de la empresa, ya que en el momento de adquirir obligaciones de largo plazo, se adquiere una gran responsabilidad con un tercero e incumplir con alguno de los términos del contrato del préstamo puede acarrearle a la organización sanciones que la pueden aislar de financiamiento que en un momento determinado puede ser de gran ayuda para la gestión financiera.

Una de las principales dificultades para el crecimiento de las empresas es el acceso al financiamiento. Dadas las características de fondeo de los sistemas bancarios, los créditos que otorgan generalmente son de corto plazo y el costo es elevado en términos de tasa de interés nominal.

De esta manera, en el mercado de capitales los prestamistas tendrán mayor disposición a financiar a tasas más bajas y mayor plazo, siendo la empresa coherente con los niveles de rentabilidad y generación de flujos de caja operativos con plazos de maduración de la deuda financiera.

---

<sup>14</sup> Comisión de Legislación y Codificación. (2006). *Op. Cit.* Pág. 5

De acuerdo al Art. 160 de la Ley de Mercado de Valores, “obligaciones son los valores emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos Seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora. Las obligaciones podrán estar representadas en títulos o en cuentas en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores. Tanto los títulos como los Certificados de las cuentas tendrán las características de ejecutivos y su contenido se sujetará a las disposiciones que para el efecto dictará el C.N.V. La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo. En este último caso se tratará de papeles comerciales. Se entenderá que son obligaciones de largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento”.<sup>15</sup>

Las obligaciones nacen, ya del concurso real de las voluntades de dos o más personas, como en los contratos o convenciones; ya de un hecho voluntario de la persona que se obliga, como en la aceptación de una herencia o legado y en todos los cuasicontratos; ya a consecuencia de un hecho que ha inferido injuria o daño a otra persona, como en

### 2.6.1 Concepto

El término jurídico "obligación" es multívoco. En derecho civil se enseña todo un curso de obligaciones. Por ello, algunos ordenamientos jurídicos como el argentino y el brasileño han adoptado el término inglés "debenture" que tiene la ventaja de su precisión. La obligación pertenece a la categoría de los valores mobiliarios, ósea aquellos títulos que son objeto de negociación, en los mercados llamados Bolsas de Valores. Las obligaciones se crean por declaración unilateral de voluntad de la sociedad creadora.

Bien podría definirse la obligación diciendo que es un título de crédito, emitido por una sociedad que representa para sus tenedores la participación individual en un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad emisora. Cada obligacionista es acreedor de la sociedad y de ahí que se oponga al accionista. Pero este crédito no debe ser considerado como un derecho individual contra la sociedad. La unidad del empréstito establece un vínculo jurídico entre las obligaciones.

Por otra parte el capitalista que suscribe las obligaciones tiene un derecho cuyo valor depende de la existencia y de la solvencia de la persona jurídica y contribuye, con el aporte de un capital, a la vida de esta persona.

En nuestra legislación las obligaciones se definen como valores emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en Ecuador y los organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

Las obligaciones podrán estar representadas en títulos o en cuentas establecidas tanto en la contabilidad del emisor como en el depósito centralizado de compensación y liquidación.

Tanto los títulos como los certificados de las cuentas tendrán característica de ejecutivos, y contendrán lo siguiente:

- La designación de "obligaciones"
- El nombre y domicilio del emisor;

- En caso de estar representada en títulos, la indicación de ser a la orden o al portador; y, si tiene cupones para reconocer los intereses, estos podrán ser igualmente nominativos, a la orden o al portador;
- La especificación de la forma de amortización, con las fechas, tanto para el pago de la obligación como para el de sus rendimientos;
- La fecha de la escritura de constitución de la compañía emisora y el registro mercantil en donde se inscribió, así como la fecha de inscripción;
- La indicación de la garantía de la obligación;
- El valor nominal, precisando la moneda o unidad monetaria o las unidades de valor constante adeudadas;
- La indicación del rendimiento que será de libre contratación y su forma de reajuste, en caso de haberlo;
- La indicación del representante de los obligacionistas, de ser el caso;
- La indicación del agente pagador y el lugar del pago de la obligación; y, el número de inscripción en el registro del mercado de valores.

### **2.6.2 Objeto de las Obligaciones**

Cuando una empresa requiere financiamiento para emprender un nuevo proyecto o una expansión tiene varias opciones:

- Acudir a instituciones financieras para adquirir pasivos para obtener recursos
- Acudir a los socios para incrementar el capital social de la empresa.

Sucede que en muchas ocasiones los accionistas no disponen de liquidez (por A o B razón) para aumentar el capital social de la empresa y por otra parte financieramente el aumento de capital no siempre es el mejor camino.

Para esto, la compañía tiene la posibilidad de emitir títulos para poder captar recursos de una manera menos costosa al plazo más conveniente, sea corto plazo (hasta un año) o largo plazo (más de un año).

## **2.6.3 Clasificación de las Obligaciones**

### **2.6.3.1 Obligaciones Especiales o Papel Comercial**

Las compañías emisoras inscritas en el registro de Mercado de Valores que mantengan al menos dos calificaciones de riesgo actualizadas, podrán emitir obligaciones especiales con garantía general, también denominado Papel Comercial, con plazos de hasta 180 días.

Para efectuar Oferta Pública de éstos valores únicamente se requerirá de una circular de oferta que contendrá información económico-financiera actualizada y la certificación por parte del representante legal de que la información proporcionada al mercado refleja adecuadamente la situación de la empresa; no tendrá necesidad de otorgarse escritura pública.

Dicha emisión no podrá superar el 100% del Patrimonio Neto de la Compañía emisora.

### **2.6.3.2 Obligaciones Convertibles**

Las obligaciones convertibles son títulos representativos de un préstamo, gozan de un derecho de opción que permite a sus tenedores, de acuerdo con unas modalidades previstas en el momento de su emisión, cambiarlos por acciones de la sociedad que los ha emitido.

La obligación convertible se presenta, por consiguiente, como un título que participa a la vez de las características de la obligación propiamente dicha y de las de la acción. De hecho es una obligación, por cuanto ha sido emitida como tal y conserva esta calidad hasta el instante en que es reembolsada o convertida pero, por otra parte, el derecho de

conversión de que goza le confiere un valor y unas características que coinciden con las de las acciones por las cuales podrá ser intercambiada.

Este doble carácter da lugar a que su análisis a fines de inversión, resulte mas complejo que el de las obligaciones o acciones tomadas por separado. Todas las características del título, considerado por una parte como una obligación propiamente dicha y por otra como una acción en potencia, deben ser tenidas en cuenta, al igual que las modalidades de la conversión y el nivel de precio correspondiente comparado con el de la acción que se obtendrá a cambio.

Mientras no ha sido convertida, y sobre todo si su tenedor no opta finalmente por la conversión, la obligación convertible es un título de préstamo obligatorio y posee todas las características de tal. Debe ser evaluado, por consiguiente, en función de su nivel de rendimiento, y de la seguridad del crédito que representa.

Por lo que a la seguridad del crédito respecta, tenemos que se halla garantizada, como ocurre con toda obligación, por los bienes de la sociedad pero todavía más por la buena dirección de sus actividades y por un equilibrio idóneo de su situación financiera.

En cuanto al nivel de rendimiento cabe apreciar que depende directamente del tipo de interés establecido en el momento de la emisión y del precio de adquisición del título. Conviene señalar que, en general, dicho tipo de interés es inferior al de las obligaciones ordinarias con objeto de compensar la ventaja que supone el derecho de conversión y que el cociente de dividir el valor del cupón de interés anual por la cotización de la obligación convertible (o de su precio de suscripción) determina el rendimiento inmediato del título. Es este tipo de rendimiento, precisamente el que más interesa al tenedor que abriga la intención de ejercer cuando llegue el momento, su derecho de conversión. En cambio, para el tenedor que contempla la posibilidad de conservar la obligación convertible hasta la fecha del reembolso, o más exactamente del beneficio representado por la diferencia entre el precio de reembolso y el de adquisición, aún cuando tampoco olvida el tipo de interés satisfecho durante toda la existencia del título.

Con frecuencia se prevé, en efecto, que este tipo será aumentado con el paso del tiempo hasta llegar al nivel del de las obligaciones ordinarias al término del período de conversión.

Efectuando la suma de los valores actuales de los intereses satisfechos y del reembolso del capital calculado sobre la base del tipo de interés corriente, de los préstamos ordinarios a largo plazo resulta posible determinar el valor de inversión de las obligaciones convertibles, consideradas como títulos obligatorios ordinarios. Este valor debe, en toda lógica ser inferior a la cotización de la obligación convertible y equivaler a la diferencia de las ventajas ofrecidas por el derecho de conversión. Señalamos que la diferencia entre la cotización de la obligación convertible y su valor de inversión se llama "prima de convertibilidad" de la obligación y se expresa, generalmente, como porcentaje de dicha cotización.

La resolución sobre la emisión de obligaciones convertibles implica simultáneamente la de aumentar el capital social autorizado hasta el monto necesario para atender las posibles conversiones; los accionistas tendrán derecho de preferencia por treinta días para adquirir las obligaciones convertibles que se emitan; en caso de no ejercerlo no se podrá reclamar derecho alguno sobre las acciones que se emitan para atender el derecho de conversión.

Luego de ejercitado el derecho de preferencia de los accionistas lo tendrán los titulares de obligaciones convertibles pertenecientes a emisiones anteriores, en la proporción que les corresponda.

El número de acciones que se otorgue por cada obligación de una misma clase, denominado factor de conversión, deberá ser especificado al momento de la emisión, y únicamente podrá ser modificado por aceptación unánime de los obligacionistas de la clase afectada.

El obligacionista que ejerza la opción de conversión, será considerado accionista desde que comunique por escrito su decisión a la sociedad. La sociedad deberá, de inmediato, disminuir su respectivo pasivo y aumentar su capital suscrito y pagado, asegurando el registro del obligacionista en el libro de acciones y accionistas dentro de los treinta días siguientes.

Al cierre del período de conversión, o trimestralmente, cuando ésta se hubiere previsto en cualquier tiempo, el representante legal de la emisora comunicará a la Superintendencia de Compañías los montos convertidos.

#### **2.6.4 Historia de las Obligaciones en el Contexto del Desarrollo del Mercado de Valores Internacional**

Para comprender de mejor manera el proceso de desarrollo del Mercado de Valores es necesario conocer el proceso internacional que tuvo este mercado. El préstamo de valores empieza con el desarrollo del mercado de valores. En Reino Unido, a finales del siglo XIX ya existían intermediarios que se especializaban en conseguir títulos de deuda para los creadores de mercado. Las garantías (papeles) solían pasar de una persona a otra al final de la negociación diaria, como protección para el prestamista.

Gran cantidad de estos préstamos se utilizaban para realizar lo que en aquella época denominaban como “lavado de bonos”, que es un proceso que implica el intercambio de ventajas fiscales según las fechas de devengo y pago efectivo de dividendos entre las partes. (Práctica es la precursora del posterior arbitraje impositivo). De esta forma se fue desarrollando un mercado de dos niveles, el primero específico de títulos y, el segundo, general vinculado a financiación general.<sup>17</sup>

#### **Los años 60**

Los años 60 trajeron consigo grandes avances paralelos en los mercados de préstamos de valores de Estados Unidos de América y Reino Unido. A continuación se citan algunos de esos cambios:

- En Londres se realiza la primera operación formal de préstamo de valores.
- Se da un gran desarrollo en lo referente a mercados internos entre brokers (back office – back office).
- Se incrementa el volumen de negocio en el mercado de valores de EE.UU.
- El sistema de liquidación era en formato papel, lo cual ocasionaba gran número de operaciones fallidas. Para cubrir estos fallos se tomaban títulos en préstamo.
- Aumento de la financiación de Bonos del Tesoro de Estados Unidos.

---

<sup>17</sup> Peña, Lisandro. (2007). *Curso de títulos-valores*. Texas: Ediciones Librería del Profesional. Pág. 53

## Los años 70

En la década de los 70, Estados Unidos alcanzó un desarrollo notable en torno al mercado de valores hasta alcanzar, un formato equiparable al actual. En cambio, el mercado británico se estancó hasta la liberalización que siguió al Big Bang de los 80. Estos son algunos de los desarrollos clave de los años 70:<sup>18</sup>

- Se crea la DTC (US Depository Trust Company), esto redujo el volumen de demanda para la liquidación de operaciones, pero aumentó el volumen global de negociaciones.
- Aumento la demanda de operaciones de arbitraje. Con las siguientes estrategias:
  - Arbitraje de bonos convertibles
  - Operaciones relacionadas con Oferta Pública de Venta
  - Arbitraje fiscal o impositivo
- Los bancos custodios de Estados Unidos comenzaron a prestar títulos en nombre de sus clientes:
  - Aseguradoras
  - Fondos de pensiones
  - Fundaciones
- Los Brokers de bonos empezaron a negociar operaciones con repos de vencimiento similar (matched-book repos), lo que generó demanda para este mercado.
- La pieza clave de los mercados monetarios fue el mercado de repos sobre bonos del Tesoro americanos.
- El mercado toma préstamo de bonos, sin necesidad de usar garantías en efectivo, esto sirvió para impulsar las negociaciones entre brokers y bancos:

---

<sup>18</sup> *Ibidem*. Pág. 54

- Los bancos que intentaban evitar gastos de capital tenían problemas con las garantías en efectivo.
- Gracias a la utilización de altos stocks de títulos los tomadores ahorran dinero
- Aumento la utilización de derivados y del apalancamiento dado el efecto amplificador del rendimiento que genera
- Apareció una nueva figura, los buscadores que son especialistas que no contaban con capital necesario para invertir pero estaban bien relacionados, lo cual les permitía encontrar títulos que un tomador podría necesitar
- Se generaron las primeras operaciones de préstamo de valores internacionales:
  - Normalmente estas transacciones eran operaciones offshore desde Reino Unido a Estados Unidos, que realizaban unos pocos agentes expertos mediante técnicas comprobadas en sus mercados locales
- Reino Unido se volvió el centro internacional de préstamo de valores, gracias a las numerosas ventajas, por ejemplo la zona horaria y la gran experiencia en gestión internacional de fondos

## **Los años 80**

Los avances más importantes de este período fueron:

- Gran crecimiento de los préstamos internacionales impulsado por el proceso de expansión de los bancos y los brokers en Estados Unidos.
- Desarrollo de los préstamos institucionales de valores internacionales.
- La deuda de los países del G10 aumentaron su deuda impulsando mercados de préstamo de deuda y repos.

- Este tipo de operaciones aumentaron como consecuencia de estrategias tales como:
  - Crecimiento del mercado internacional de derivados en base a estrategias como el arbitraje de índices.
  - Se crean numerosos hedgefunds

El 17 de mayo de 1982, Drysdale Securites, un pequeño operador en bonos, quiebra. Drysdale tenía préstamos pendientes en Bonos del Tesoro americanos por valor de más de 2 millones de dólares en ese momento. La oferta institucional desapareció temporalmente del mercado de préstamo tras el asunto Drysdale, especialmente por parte de los bancos custodios. Esto se debió a una cierta inseguridad legal que tuvo como consecuencia la aprobación de la US Government Securities Act de 1986. Además, entre otros cambios, el BMA desarrolló el acuerdo legal estándar para el préstamo de valores, en el que se establecían márgenes sobre garantías, garantía sobre el interés devengado y el deber de información sobre tomadores y prestamistas por parte de los bancos custodios. En el otoño de 1988, Robert Maxwell autorizó las operaciones de préstamo de valores del fondo de pensiones del Mirror Group Newspaper. Las autoridades, el mercado y los propios pensionistas no se dieron cuenta de esto hasta después de su muerte, el 5 de noviembre de 1991.<sup>19</sup>

Desde noviembre de 1988, el Sr. Robert Maxwell comenzó a utilizar los “blue chips” (con mejores salidas de mercado) con que contaban los fondos de pensiones y el First Tokio Index Trust como garantías para préstamos bancarios privados; a estas operaciones se las describía como “préstamo de acciones” para darles apariencia de legitimidad, como si fuesen una operación ordinaria más que se produce en los mercados. Se siguió tomando prestado, con carácter privado, de los fondos de pensiones sin que éstos recibieran garantía alguna a cambio.<sup>20</sup> (DTI, 2010)

## Los años 90

En esta década aumentó el volumen de préstamos valores aumentó en la mayoría de mercados. Los principales sucesos fueron:

- Las estrategias de negociación y cobertura de operaciones produjeron gran demanda de préstamos de títulos.

---

<sup>19</sup> Ibídem. Pág. 60

<sup>20</sup> DTI. (2010). Departamento de Comercio e Industria. 08 de 08 de 2010. [www.dti.gov.uk](http://www.dti.gov.uk).

- Los avances tecnológicos permitieron el acceso a precios en tiempo real y la ejecución automática de operaciones, lo cual permitió el desarrollo de nuevas estrategias.
- Los bancos de inversiones establecieron departamentos de prime brokerage con la finalidad de dar apoyo a sus hedgefunds por medio de operaciones de préstamo y financiación en valores.
- Se eliminaron numerosas barreras regulatorias, legales y fiscales al préstamo de valores en todo el mundo.
- Los cambios más importantes en los mercados de repos se debieron a la eliminación de algunas barreras legales.

En 1994, las rápidas subidas de tipos de interés a corto plazo en EE UU provocaron pérdidas a muchos prestamistas de valores como consecuencia de la reinversión en diferentes instrumentos del mercado monetario de los dólares (cash) que habían tomado como garantía. En muchos casos, sus agentes (normalmente bancos custodios) compensaron a sus clientes finales por las pérdidas, aun cuando no estaban legalmente obligados a ello. La mejora en los procedimientos de gestión de riesgos, el establecimiento de directrices de reinversión más claras y la mejora documental fueron algunas de las lecciones aprendidas de este episodio.<sup>21</sup>

## **Año 2000 en adelante**

Actualmente los mercados se caracterizan por:

- Gran segmentación del mercado:
  - Surgen especialistas de ámbito regional.
  - La subcontratación se ha desarrollado (existen terceros agentes prestamistas de valores)

---

<sup>21</sup> Peña, Lisandro. (2007). *Op. Cit.* Pág. 65.

- Desaparición de las oportunidades de arbitraje fiscal como consecuencia del proceso de armonización fiscal global.
- Nuevos tipos de operaciones:
  - Swaps de rentabilidad total
  - Mayor aceptación sobre el repo sobre acciones.
  - Contratos sobre Diferencias (CDF)
- Menor número de Operaciones Públicas de Venta (OPV) y operaciones de fusión y adquisición.

### **2.6.5 Antecedentes Legislativos**

En Europa:

- El Código de obligaciones de Suiza modificado por la ley del 18 de diciembre de 1936, incluyó la disciplina unitaria aplicable a todos los títulos valores.
- El Código Civil italiano del año 1942 establece una disciplina que se puede aplicar a todos los títulos de crédito.
- Posteriormente, el Código de Comercio de Turquía, del año 1957 el cual sigue la legislación Suiza.

En América Latina:

- México fue el primer país en América Latina que incorporó al derecho positivo la disciplina legal de los títulos valores en la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito en 1932
- Le siguió el Código de Comercio de Honduras de 1950

- Luego se encuentra la ley peruana No. 16587 de 1967 y;
- El Código de Comercio Terrestre colombiano de 1972
- En Ecuador se aprueba la primera Ley de Mercado de Valores en el año de 1993

## CAPÍTULO III

### 3 LA LEY DE MERCADO DE VALORES

Excluyendo al Mercado Informal que ha venido operado en el país, basado en el traspaso por compraventa de acciones u otros efectos similares entre inversores y oferentes y de las transacciones que por estos mismos conceptos, pueden haberse efectuado a través de instituciones del sistema financiero y bancario, el caso es que el Mercado auténticamente se ha dado y sigue su ruta en forma organizada a través de las Bolsas de Valores.

En el Ecuador, un país subdesarrollado, con una economía incipiente, se ha propendido, no obstante, a procurar un despegue hacia un desarrollo social; vale la pena resaltar que la empresa, que se constituye en un auténtico motor del desarrollo, para cumplir con su fin ha necesitado obviamente de capitales, cuya fuente ha dependido de los recursos propios, producto de las aportaciones de los socios de la compañía, y, por otro lado, los recursos no propios, provenientes de otras partes, en especial del sistema financiero bancario nacional e internacional, fuentes crediticias evidentemente necesarias para el crecimiento de las empresas.

Pero es también ideal que el flujo financiero provenga de una fuente permanente que incremente el capital social o lo robustezca, a fin de disminuir los casos de endeudamiento agresivo, además de cumplir en mejor forma el objeto social, lo que genera riqueza y mano de obra. Una de las posibilidades financieras bien puede provenir del Mercado de Valores, procurando que las empresas vayan dejando su carácter cerrado o de grupo familiar y se abran más a la captación de recursos públicos, para propiciar un más amplio mercado primario; por esto es importante la incorporación de la compañía de capital abierto. - aquella que sus acciones se encuentran registradas en el Registro de Mercado de Valores y son objeto de Oferta Pública.

### 3.1 EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

En una primera etapa, el Mercado de Valores, existió y operó en forma más bien conservadora y con una lenta evolución; en la segunda etapa en cambio, desde la promulgación de la Ley, se ha propendido a dar realmente un esquema estructurado a esta materia, con bases modernas y más amplias, tanto en el campo bursátil y aún en el extrabursátil.

Haciendo un poco de historia, conviene señalar que en el siglo XIX en la década de 1880 a 1890, se creó la Bolsa de Valores en Guayaquil que no tuvo mayor trascendencia y desarrollo, en comparación con la labor de los primeros bancos establecidos en esa misma ciudad “para sustituir los censos por la emisión de cédulas hipotecarias, obtener préstamos acudiendo al ahorro privado de ese mercado de capitales que nacía con dichos préstamos dar incentivos a la producción cacaotera”.<sup>22</sup>

Entre 1880 y finales del siglo XIX, las cédulas hipotecarias adquirieron prácticamente el monopolio de los papeles fiduciarios que se vendían en los mercados de Quito y Guayaquil. Este es posiblemente el germen del Mercado de Valores en el Ecuador, que como se puede advertir, lo impulsó la banca del Puerto Principal. Luego y con fines de la construcción del ferrocarril, el Estado se ve obligado a emitir bonos para obtener préstamos de mercado exterior. Posteriormente y con motivo de la capitalización del Banco Hipotecario del Ecuador institución destinada a favorecer a la agricultura, creada luego de la revolución juliana a fines de los años veinte, se emitió cédulas hipotecarias para respaldar préstamos de largo plazo.

Fue ya en la década de los años treinta, que por causas de orden mundial, vinculadas a la "gran crisis", el Estado se preocupó por la formación de un Mercado de Capitales e incentivación de la producción exportable, para atraer recursos para el desarrollo. Y es así que, oficialmente surgió el primigenio antecedente bursátil con la creación del Departamento de Valores del Banco Central del Ecuador; el Dr. Alberto Larrea fue quien se encargó del estudio para que el Estado pueda emitir bonos públicos. Después se creó la Comisión Nacional de Valores que posteriormente se constituyó en la Corporación

---

<sup>22</sup> Larrea, Stacey. Artículo publicado en la Revista Bolsa de Valores de Quito. 1984.

Financiera Nacional. A esa época se habían formado ya empresas particulares que compraban y vendían cédulas hipotecarias y también bonos que emitía el Estado y acciones de compañías.

Se sabe que antes de 1935 se fundó en Guayaquil la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador. C.A., que tuvo la efímera duración de un año, la falta de una legislación bursátil adecuada y la falta de los títulos valores "en un mercado muy incipiente, determinaron el cierre."

Pero fue luego, con la creación de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, en base a la Ley 111 de la Comisión Legislativa Permanente que se dio un paso firme en el establecimiento de un mercado de valores organizado y sistematizado en el terreno bursátil ecuatoriano, y desde esa época han venido funcionando tales entidades teniendo bajo su responsabilidad esa compleja tarea económica y legal del mercado de valores. Hoy siguen funcionando esas Bolsas, pero como corporaciones civiles, acorde a la Ley de Mercado de Valores.

Esta ha sido una síntesis de la evolución del mercado de valores en el país, tomando en cuenta que ha habido también, como ya lo indicamos, a más del mercado informal ciertos ámbitos bursátiles que han contribuido al impulso del mercado de valores, como la participación del Banco Central, en la compraventa de cédulas hipotecaria y bonos.

La primera Ley de Mercado de Valores se expidió en el Ecuador el 26 de mayo de 1993, la cual impulso la creación de varias instituciones anexas a este mercado y permitieron la formalización y crecimiento del mismo. Posteriormente en el año 1998 se expide una nueva Ley de Mercado de Valores, que incorpora las figuras de inversionistas institucionales, titularización y fideicomisos. En el 2006 se presenta una codificación a Ley de Mercado de Valores, el cual plantea un control más estricto por parte de las entidades de control y apoyo, con el objetivo de prevenir futuros fraudes en perjuicio de los inversionistas, establece como principios fundamentales, la protección de la fe pública, la promoción del desarrollo de los sectores productivos, el fortalecimiento del regulador, supervisión normativa y de riesgo, y el cumplimiento de estándares internacionales.

## 3.2 OBJETIVOS DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES

Dentro del contexto del desarrollo de un país, ciertamente que el mercado de valores juega un papel muy importante pues con él se propende a una mejor canalización del ahorro y al fomento de la inversión para la optimización del sector productivo a través de la empresa y aún la generación del empleo y la productividad de bienes y servicios. La circulación de la riqueza, se ha dicho, es causa y consecuencia del desarrollo económico; justamente los títulos - valores se han creado para satisfacer las necesidades que dicha circulación origina y prácticamente son parte de un esquema jurídico - económico para ese tipo de movilización de los recursos. Evidentemente que la mejor forma de comercializar los valores en forma sistemática, ordenada y transparente, es a través de los centros especiales, como son las bolsas de valores, y es a través de ellas donde se multiplican las transferencias de tales títulos, es decir, donde se optimiza el mercado de valores. A este mercado de valores organizado, especializado, sistematizado, que es la bolsa de valores, Manuel Broseta, en su obra "Estudios de Derecho Bursátil", la identifica como el primer elemento seguido de las sociedades emisoras, que recurren al mercado para demandar capital o recursos financieros; en tercer lugar están los sujetos ahorradores e inversores, que acuden para ofertar los medios financieros que las sociedades emisoras demandan. En cuarto lugar, según el mismo autor, están los mediadores o intermediarios financieros, es decir quienes aproximan la oferta a la demanda de valores y de capital, y, finalmente el panorama se completa con los procedimientos.

Este conjunto de factores, a más de otros como el mercado extrabursátil y en parte el informal, forman en definitiva el mercado de valores, de significativa importancia en la economía moderna mundial y en especial en los últimos tiempos, y el desarrollo actual se cree que se debe en gran parte al mercado de valores y se ha sostenido que este es el "termómetro más fiel para conocer los vaivenes económicos de los países desarrollados, y cada vez asume más este papel aún en los países que están en vías de lograrlo como en México".

Mediante el mercado de valores, pues, se asegura la fuente de financiamiento para la empresa, a través de capitalización de recursos financieros, y con ellos y con el concurso del potencial humano y la tecnología, es que se han llegado a crear las sociedades

mercantiles de enorme y mediana magnitud, por todas partes del orbe en que prima el sistema de economía liberal; empresas que han generado riqueza, bienes y servicios para la misma humanidad. A través de la capitalización de las empresas en las que juega un papel importante el mercado de valores, se da paso además a un constante crecimiento de ellos, lo que constituye un incentivo para la inversión.

Y a este esquema tienden en forma firme países subdesarrollados como el Ecuador y de otras latitudes para alcanzar a través de la inversión, mejores metas económicas y sociales; interesante sería que mediante este proceso de inversiones surgiera en la compañía abierta, a fin de que los grandes grupos humanos tengan acceso a la inversión; es decir, esta sea popularizada especialmente en el mercado primario, que es el que provee de nuevos capitales a las empresas privadas y con acceso a las también interesantes ventajas del mercado secundario, pues este es importante en cambio para la viabilización de las emisiones primarias, confiriendo liquidez a los títulos - valores en circulación y es el lugar en el cual los títulos nuevos y existentes simplemente se compran y se venden diariamente. Se ha afirmando que la actividad y eficacia del mercado primario depende de la actividad y eficacia del mercado secundario. Este último se opera comúnmente a través de la bolsa de valores.

Como corolario, el mercado de valores es de gran importancia en el mundo actual, por la proyección y circulación de los recursos financieros que tienden a fortalecer la empresa, lo que equivale a fortalecer la economía y productividad para el bien social. No sin razón la Ley de Mercado de Valores del Ecuador en su primer considerando reza:

“La presente Ley tiene por objeto promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa, y continua”.<sup>23</sup>

Este criterio legal resume la importancia de la promulgación de la Ley de Mercado de Valores, pues describe una filosofía básica de la inversión y su orientación al sector productivo en la contemporaneidad. Lo que si se espera es que el mercado sea pulcro,

---

<sup>23</sup> Comisión de Legislación y Codificación. (2006). *Op. Cit.* Pág. 1.

transparente y útil, económica y socialmente, que garantice la confianza del público inversor.

### 3.3 ANTECEDENTES DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES EN ECUADOR

El mercado de valores ecuatoriano tuvo sus orígenes en el año de 1970 como consecuencia del establecimiento de las bolsas de valores en Quito y Guayaquil (1969), a través de una disposición del entonces presidente José María Velasco Ibarra.

En Ecuador, el génesis del mercado de valores está ligado a la historia de la Bolsa de Comercio como institución jurídica, cuyas disposiciones están contempladas en el Código de Comercio de 1906, esta normativa no fue herramienta suficiente para estimular el desarrollo de este mercado.<sup>24</sup>

Casi 30 años más tarde se estableció en Guayaquil la denominada “Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.”, que duró en actividades desde mayo de 1935 a junio de 1936, ya que no existía mucha oferta de títulos valores, la capacidad de ahorro del país en ese entonces era muy baja, falta de educación de las personas en relación a esta clase de inversiones financieras, la incipiente estructura industrial del Ecuador y las diversas alteraciones políticas que caracterizaron a esa época.

Respecto de América Latina, Ecuador fue uno de los primeros países en establecer una bolsa de valores, desafortunadamente no supo aprovechar este liderazgo, lo cual causó retraso en su desarrollo a tal punto que en la actualidad es uno de los mercados más incipientes de la región.<sup>25</sup>

A finales del siglo XIX el mercado de capitales ecuatoriano realizaba operaciones de compra – venta de:

- Giros en libras esterlinas y dólares.
- Bonos emitidos por empresas de capital abierto con vencimiento de hasta 9 años.
- Cédulas hipotecarias con vencimientos de hasta 25 años.
- Acciones de empresas de variadas actividades económicas.

---

<sup>24</sup> Superintendencia de Compañías. (2008). *Superintendencia de Compañías*. 12 de 10 de 2008. [Citado el: 08 de 08 de 2011]. <http://www.supercias.gov.ec>

<sup>25</sup> *Ibidem*.

Aunque eran pocas los instrumentos y emisores que se negociaban en esta bolsa, la tendencia predominante entre fines del siglo XIX e inicios del siglo XX fue al alza pero a partir de la década de los veinte esta tendencia se invierte y los precios comienzan a descender, la explicación de este fenómeno se encuentra en los hechos ocurridos en esa época entre los cuales podemos citar:<sup>26</sup>

- La Revolución Juliana
- Los estragos de la plaga de cacao y
- El comienzo de la Gran Depresión estadounidense en 1.929

La primera Ley de Mercado de Valores se expidió en el Ecuador el 26 de Mayo de 1.993, la cual impulsó la creación de varias instituciones anexas a este negocio y crearon las condiciones básicas para la ampliación del mercado.

La nueva Ley de Mercado de Valores fue una señal de que habría una transformación en el mercado de valores; los inversionistas financieros están al tanto que en toda América Latina la reestructuración de la economía y de la deuda externa significa una vertiginosa subida de precios de las acciones en las Bolsas de Valores, por lo que los inversionistas nacionales complementados con los extranjeros comenzaron a especular con las acciones de las pocas empresas que cotizaban.

Esta nueva ley fue un factor decisivo para el auge de las negociaciones en el mercado accionario, por cuanto estableció claramente las condiciones para la operación del Mercado de Valores y sus participantes, y adicionalmente otorgó incentivos tributarios para estimular el desarrollo de dicho mercado. Tales incentivos contemplan la exoneración de impuestos para las negociaciones de acciones.<sup>27</sup>

### 3.4 ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES

El mercado de valores está estructurado por diferentes instituciones e individuos, así se puede evidenciar en la Gráfico N° 3, posteriormente, se explica la estructura y funciones de las instancias propias de este mercado:

---

<sup>26</sup> *Ibíd.*

<sup>27</sup> *Ibíd.*

**Gráfico N° 3: Estructura del Mercado de Valores**



**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Guía sobre el Mercado de Valores

### **3.4.1 Organismos Reguladores**

El Mercado de Valores está regulado por el CONSEJO NACIONAL DE VALORES (CNV), que se encarga de establecer políticas y mecanismos de fomento y capacitación del mismo y, de esta manera, impulsar el desarrollo de este mercado. De igual manera, establece los requisitos mínimos que deberán tener los valores que se oferten públicamente y el correcto procedimiento para que la información sea difundida eficientemente al público. Otra de las funciones del CNV es la regulación de procesos de titularización y su oferta pública, entre otras.

### **3.4.2 Supervisión/Fiscalización**

La Superintendencia de Compañías se encarga de ejecutar las políticas dispuestas por el Consejo Nacional de Valores y regular las actividades llevadas a cabo dentro del mercado de valores.

Adicionalmente se encuentra el Registro de Mercado de Valores que forma parte de la Superintendencia de Compañías, es el organismo encargado de registrar la información pública de los participantes del mercado.

### **3.4.3 Emisores**

Son todas aquellas entidades o Unidades Económicas que necesitan financiamiento y acuden al Mercado de Valores para obtenerlo y se clasifican de la siguiente manera:

- Públicos: Gobierno Central, Gobiernos Seccionales, Municipios, Instituciones y organismos del Gobierno, Empresas Públicas
- Privados: Instituciones financieras (bancarias y no bancarias), y empresas no financieras.
- Sector Mixto: Empresas con participación de Capital Privado y Gubernamental.

#### **3.4.4 Inversionistas**

Término utilizado en finanzas, bancos, títulos y valores financieros. Son los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por ley.

#### **3.4.5 Intermediarios**

Los intermediarios financieros son los que, como su nombre lo indica, intermedian las operaciones entre los distintos participantes del mercado.

#### **3.4.6 Mercado de Valores**

El mercado de valores es el lugar (físico o no) donde se reúnen muchos oferentes de títulos valores (empresas) y muchos demandantes de éstos (inversionistas), los cuales realizan una serie de operaciones a fin de llegar a una negociación de títulos valores (acciones, obligaciones, reportes, certificados de inversión, títulos estatales, etc.), permitiendo, de esta forma, canalizar eficientemente el ahorro del público al sector productivo.

Al respecto Casco Muñoz manifiesta: “La Bolsa de Valores es un mercado en el que participan intermediarios (operadores de valores, representantes de casas de valores) debidamente autorizados con el propósito de realizar operaciones, por encargo de sus clientes, sean estas de compra o venta, de títulos valores (acciones, pagarés, bonos, etc.) emitidos por empresas inscritas en ella (emisores)”<sup>28</sup>.

#### **3.4.7 Liquidación de Valores (DECEVALE)**

DECEVALE es una Sociedad Anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías a través de la Intendencia de Mercado de Valores, es la encargada de liquidar las operaciones negociadas en las dos Bolsas de Valores existentes en el Ecuador.

---

<sup>28</sup> Casco, Erick. (2005). *Op. Cit.* Pág. 54.

### 3.4.8 Entidades de Apoyo

Entre las entidades de apoyo se encuentran:

- **Calificadoras de Riesgo:** Son sociedades anónimas (SA) o de responsabilidad limitada (Cía. Ltda.) autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto principal la calificación de riesgo de los valores y emisores.<sup>29</sup>
- **Auditoras:** Son entidades encargadas del examen crítico y sistemático que realiza una persona o grupo de personas independientes del sistema auditado.
- **Agente Pagador:** Entidad (normalmente un banco) que paga una emisión de bonos periódicos de interés y capital a los tenedores de bonos en nombre del emisor.

---

<sup>29</sup> Superintendencia de Compañías. (2008). *Superintendencia de Compañías*. 12 de 10 de 2008. [Citado el: 08 de 08 de 2011]. <http://www.supercias.gov.ec>

## CAPÍTULO IV

### 4 MECANISMOS ALTERNATIVOS DE FINANCIAMIENTO

Toda estrategia productiva necesita una estrategia financiera, la cual se traduce la búsqueda de formas de financiamiento eficientes y adecuadas a las necesidades y posibilidades de la empresa. En este sentido se puede definir el financiamiento como: "la consecución del dinero necesario para el financiamiento de la empresa y quien ha de facilitarla"<sup>30</sup>; es decir, el financiamiento consiste en obtener recursos o medios de pago, que se destinan a la adquisición de los bienes de capital que la empresa necesita para el cumplimiento de sus fines.

“En principio existe variedad de criterios para su análisis. Se establecen distintos enfoques con el fin de encontrar respuestas a objetivos y destinatarios diferentes”.<sup>31</sup>

Las alternativas de financiamiento son:

- Emisión de acciones y de capital de riesgo.
- Obligaciones financieras (bonos, papel comercial, aceptaciones bancarias)
- Créditos bancarios (hipotecarios, refaccionarios, avíos, prendarios, etc.)
- Créditos bancarios de segundo piso
- Arrendamiento financiero

Los créditos pagaderos a un período menor a un año serán considerados como de corto plazo.

---

<sup>30</sup> Aguirre, Alfredo. (1992). *Fundamentos de Economía y Administración de Empresas*. s.l.: Ediciones Pirámide. Pág. 62.

<sup>31</sup> *Ibidem*. Pág. 62

“En contraste la venta de acciones comunes y de bonos representan una financiación a largo plazo, como financiación a plazo mediano o intermedio están los préstamos que tienen que ser liquidados a más de un año, pero no menos de 15 años”.<sup>32</sup>

- **Financiamiento a Mediano Plazo:**

- **Bancos comerciales:**

Un Banco Comercial, forma parte del sistema financiero. Sin embargo aunque representa una oportunidad de financiamiento para los emprendedores, en la mayoría de los casos es muy costosa.

La banca comercial tiene como actividad principal la deuda que requiere garantías y que el deudor tenga capacidad de repago, para pagar la deuda en el plazo convenido. Además, quien contrae la deuda debe tener un garante.

Los préstamos a plazos proporcionados por los bancos comerciales han mostrado un rápido incremento en los últimos años. Las necesidades de sus prestatarios junto con su propio deseo de poner el dinero a trabajar durante periodos de depresión y rescisión han conducido a los banqueros a conceder cada vez más préstamos a plazo.<sup>33</sup>

- **Financiamiento por las compañías de seguros:**

Las compañías de seguros son instituciones destinadas a asegurar riesgos ajenos a través de la suscripción de un contrato de seguros. Estas compañías tienen la finalidad de dar la máxima garantía a los asegurados de que sus reclamos les serán indemnizados a sus beneficiarios, que los derechos adquiridos les serán pagados o que la parte de su prima no consumida les será devuelta.

Los préstamos de 1 a 10 años no son tan fáciles de obtener de las compañías de seguros como de los bancos comerciales. Un arreglo más común es que se unan un banco y una compañía de seguros para financiar un préstamo a plazos a una empresa comercial. Aparte de estos préstamos, las compañías de seguros hacen unos pocos préstamos a negocios pequeños y las

---

<sup>32</sup> *Ibíd.* Pág. 62

<sup>33</sup> Casco, Erick. (2005). *Op. Cit.* Pág. 36

condiciones bajo las cuales hacen los préstamos por lo general son similares a las de los bancos comerciales.<sup>34</sup>

- **Por agencias gubernamentales:**

Hoy en día son muy comunes en el Ecuador, tienen un papel pequeño en el financiamiento de negocios, existen varios programas de préstamo que pueden ser de gran beneficio para compañías individuales.

- **Financiamiento a Largo Plazo**

Es aquel cuyo plazo de devolución es superior a un año. Por ejemplo: las ampliaciones de capital, autofinanciación, fondos de amortización, préstamos bancarios, emisión de obligaciones, etc.

Los fondos a largo plazo son adquiribles sea en la forma de pasivo o de capital, las ventajas y desventajas relativas de la deuda dependen en parte de la naturaleza exacta de las negociaciones entre el prestamista y el prestatario y las características de cada uno de los créditos.<sup>35</sup>

- a) Pasivo a largo plazo. Las características distintivas de los fondos de pasivo en oposición de los fondos de capital se relacionan con el vencimiento, derechos sobre las utilidades, derechos sobre los activos y voz en la administración.
- b) Emisión de obligaciones convertibles. Es la que puede cambiarse por un número previamente determinado de acciones comunes de la organización emisora. Suele servir como un medio indirecto de vender acciones comunes.

- **Arrendamiento Financiero**

Otro de los mecanismo de financiamiento alternativos a largo plazo es el arrendamiento mercantil, el cual es un contrato mediante el cual el arrendador concede el uso y goce de determinados bienes, muebles e inmuebles, por un plazo

---

<sup>34</sup> Aguirre, Alfredo. (1992). *Op. Cit.* Pág. 62

<sup>35</sup> Cevallos, Víctor. (2006). *Op. Cit.* Pág. 181

de cumplimiento forzoso al arrendatario, obligándose éste último a pagar un canon de arrendamiento y otros costos establecidos por el arrendador.

Al final del plazo estipulado el arrendatario tendrá la opción de comprar el bien a un precio predefinido, devolverlo o prorrogar el plazo del contrato por periodos ulteriores.

Los riesgos y control de la propiedad han sido asumidos por el arrendatario. Los bienes han sido comprados por el arrendador a petición del arrendatario. El valor actual de las cuotas de arrendamiento son mucho mayores que la proporción del a vida útil cubierta por el contrato.

Es un contrato que se negocia entre el propietario de los bienes (acreedor) y la empresa (arrendatario) a la cual se le permite el uso de esos bienes durante un período determinado y mediante el pago de una renta específica, sus estipulaciones pueden variar según la situación y las necesidades de cada una de las partes.<sup>36</sup>

**Importancia:** Flexibilidad que presta para la empresa ya que no se limitan sus posibilidades de adoptar un cambio de planes inmediato o de emprender una acción no prevista con el fin de aprovechar una buena oportunidad o de ajustarse a los cambios que ocurran en el medio de la operación.

El arrendamiento se presta al financiamiento por partes, lo que permite a la empresa recurrir a este medio para adquirir pequeños activos. Por otra parte, los pagos de arrendamiento son deducibles del impuesto como gasto de operación, por lo tanto la empresa tiene mayor deducción fiscal cuando toma el arrendamiento. Para la empresa marginal el arrendamiento es la única forma de financiar la adquisición de activo. El riesgo se reduce porque la propiedad queda con el arrendado, y éste puede estar dispuesto a operar cuando otros acreedores rehúsan a financiar la empresa. Esto facilita considerablemente la reorganización de la empresa.<sup>37</sup>

### **Ventajas:**

- Es un financiamiento bastante flexible para las empresas debido a las oportunidades que ofrece.

---

<sup>36</sup> *Ibíd.* Pág. 186

<sup>37</sup> Casco, Erick. (2005). *Op. Cit.* Pág. 57

- Evita riesgo de una rápida obsolescencia para la empresa ya que el activo no pertenece a ella.
- Los arrendamientos dan oportunidades a las empresas pequeñas en caso de quiebra.

**Desventajas:**

- Algunas empresas usan el arrendamiento para como medio para eludir las restricciones presupuestarias cuando el capital se encuentra racionado.
- Un contrato de arrendamiento obliga una tasa costo por concepto de intereses.
- La principal desventaja del arrendamiento es que resulta más costoso que la compra de activo.

○ **Opciones y certificados para compra de acciones (warrants)**

De igual manera, un mecanismo de financiamiento alternativos a largo plazo es el Warrant; los cuales “son un instrumento financiero representado en valores que otorgan unos derechos a comprar o vender un determinado activo llamado "activo subyacente" a un precio predeterminado conocido como "precio de ejercicio". Estos son emitidos por una organización o entidad a mediano y largo plazo. Estos títulos otorgan a quien los compra un derecho a comprar o a vender el activo objeto del contrato”.<sup>38</sup>

Entre los subyacentes posibles de un warrant se encuentran; acciones, portafolios de acciones, obligaciones, divisas, materias primas, índices de bolsa, tipos de interés, tipos de cambio, en unas condiciones determinadas.

---

<sup>38</sup> Aguirre, Alfredo. (1992). *Op. Cit.* Pág. 69

Cuando se realiza el contrato el comprador del warrant debe conocer claramente los siguientes aspectos:

- El precio al que va a poder comprar o vender el activo.
- La cantidad de activo a la que le da derecho cada warrant.
- La fecha de vencimiento o el periodo de tiempo durante el que va a poder ejecutar su derecho frente al activo.
- El desembolso de la prima para adquirir el título.

Los títulos warrant puede son utilizados por las empresas cuando estas tienen un sobrante de capital y desean invertir en títulos o cuando espera que sus rendimientos futuros esperados basados en los activos obtengan un flujo final positivo frente a la negociación warrant.

Dentro de este aspecto entra a jugar un papel importante la toma de decisiones realizadas por el administrador financiero ya que puede plantearse la inversión en warrants con la intención de mantenerlos hasta el final del contrato y obtener el beneficio primario o por el contrario con la intención de mantenerlos durante un periodo más corto, gracias a la posibilidad que ofrecen de ser comprados y vendidos en el mercado para obtener un beneficio mayor.<sup>39</sup>

### **Usos del Warrant:**

Los warrants pueden ser utilizados para:

- Retener el producto a la espera de mejores precios y disponer entre tanto de un capital de trabajo.
- Cuando, por razones estacionales o de producción, se cuenta con un stock sin uso inmediato.

---

<sup>39</sup> *Ibíd.* Pág. 71

- Disponer de fondos que posibiliten adquirir mayor cantidad de mercadería para almacenar.
- Compra de materia prima.
- Hacer frente a compromisos financieros previos.
- Pagar gastos varios.

### **Rendimiento Warrant:**

El rendimiento de los títulos warrant varía en función de la evolución del precio del activo sobre el que están emitidos. Generalmente los warrants son liquidados por restas y el titular del título tiene el derecho a:

- Percibir la diferencia entre el precio a que esté el activo en el mercado 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.
- Negociar los títulos en los mercados de capitales y financieros hasta su vencimiento.
- Hacer efectivo el beneficio a través del ejercicio o la venta del título en la Bolsa de valores.

El tenedor del warrant solo va a ejecutar sus derechos cuando las diferencias que se produzcan entre el precio de ejercicio y el precio de liquidación o entre el precio de liquidación y precio de ejercicio sean positivas. En el caso de que las diferencias sean negativas, al tenedor de estos valores no le conviene ejecutar sus derechos, no va a ejercer el derecho que le ha dado el warrant a comprar o vender el activo subyacente al precio de ejercicio cuando los precios a los que puede comprar o vender dicho activo en el mercado sean mejores.

En este caso, el tenedor perdería el precio pagado por el warrant, pero no las diferencias en su contra, ya que lo que adquiere al comprar el warrant es un

derecho y no una obligación. Por esta razón, el interés de estos productos reside en la posibilidad de poder comprarlos o venderlos en los mercados en todo momento a lo largo de toda la vida de los mismos de esta forma el tenedor puede reaccionar y tomar las decisiones que más le convienen ante las variaciones del precio del activo subyacente sobre el que están emitidos y que se producen de manera continuada en los mercados.<sup>40</sup>

## **Contratos Warrant**

La operación de crédito otorgada por un banco, una institución financiera o un inversor privado se basa en el producto que ofrece el depositante el que se acepta como garantía real y queda custodiado por International Warrants en depósitos propios, de terceros o del propio depositante.

El crédito Warrant no afecta otras líneas de crédito, pero se tienen en cuenta antecedentes comerciales y situación patrimonial del solicitante del crédito (depositante).

Intervienen en su instrumentación tres tipos de sujetos:

- El depositante
- Es el que dispone de un producto apto para colocar bajo Warrants.
- La entidad financiera

Que previa aprobación del solicitante contra la presentación y endoso del documento Warrants acepta la operación y asigna un crédito.

### ○ **Emisión de Obligaciones**

Finalmente la emisión de valores (el cual es el objeto de este estudio) es una forma alternativa de financiar a las empresas, este tema se profundizará en el siguiente capítulo.

---

<sup>40</sup> Peña, Lisandro. (2007). *Op. Cit.* Pág. 78

## CAPÍTULO IV

### 5 EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Ya que se han visto las diferentes alternativas de financiamiento empresarial, este estudio se centrará en la emisión de obligaciones, y el no aprovechamiento mayoritario de esta herramienta por parte de las empresas ecuatorianas.

Existen varias alternativas de financiamiento, como por ejemplo el crédito bancario, documentos negociables, préstamos privados, entre otras, por las cuales las empresas pueden optar al momento de satisfacer sus necesidades de financiamiento en el contexto del emprendimiento de un nuevo proyecto, un plan global de crecimiento o simplemente con el afán de reestructurar pasivos.

Una de las opciones más comunes de financiamiento con terceros en el Ecuador es el endeudamiento bancario. Lastimosamente el mercado de valores no ha alcanzado gran desarrollo, pues para comparar la conveniencia de estos mecanismos, se deben considerar algunas variables, tales como la relación Deuda/Capital, el costo del apalancamiento (financiamiento), riesgo inherente al tipo de financiamiento, la estructura de propiedad y la posibilidad de diversificar las inversiones. Entre estas variables se destaca, como una de las más relevantes, al costo del financiamiento en el momento de tomar una decisión, bajo el criterio de la maximización de utilidades y a obtener los recursos necesarios al menor costo.

Este costo está dado básicamente por la tasa de interés o de descuento que exigen los inversionistas, dicho de otro modo, por el beneficio que se exige al prestar un capital por un periodo de tiempo. En el caso del crédito bancario este costo sería la tasa de

interés de préstamo, mientras que en la emisión de bonos estaría reflejado por la tasa de colocación de los instrumentos.<sup>41</sup>

En América Latina, se puede tomar como referente el mercado de valores mexicano el cual ha alcanzado un gran desarrollo, mediante el mercado de valores, las empresas mexicanas tienen la opción de obtener financiamiento mediante la colocación de instrumentos de deuda, los cuales pueden ser de corto, mediano o largo plazo.

Los instrumentos de deuda de empresas privadas de los sectores industrial, comercial, y de servicios, que se manejan en el Mercado de Valores y estos con mayor frecuencia son:

- Papel Comercial (menos de un año): Es una emisión de obligaciones a corto plazo (menos de un año). Es un instrumento de deuda empresarial a corto plazo frecuentemente utilizado como parte de una estrategia de despliegue para obtener financiación a largo plazo con un coste inferior.
- Obligaciones (mayor a un año)

La emisión de obligaciones comunes es un instrumento de financiamiento que permite obtener capital a mediano y largo plazo (generalmente entre cuatro y siete años). Las obligaciones son títulos de crédito, y representan una parte proporcional de un crédito colectivo a cargo de una empresa (sociedad emisora), la cual se compromete a cubrir a los tenedores de dichos instrumento, intereses correspondientes y a restituir el capital mediante amortizaciones, ambos de manera preestablecida y periódica.<sup>42</sup>

La emisión de obligaciones se ha utilizado en el Ecuador desde finales de la década de los 80'. Consiste en la emisión de títulos valores de deuda, realizada por parte de Compañías que requieren captar fondos para financiar su operación, para reestructurar sus pasivos o para invertir en sus procesos de producción.

El beneficio tanto para la Compañía como para los inversionistas es hacer suyo el margen del mercado financiero. En el año 1987 se expide el primer Reglamento a la Ley de Compañías relativo a la emisión de obligaciones.

---

<sup>41</sup> Haime, Luis. (2004). *Reestructuración integral de empresas: como base de la supervivencia*. México: Ediciones Fiscales ISEF. Pág. 86

<sup>42</sup> *Ibíd.*

Con un marco normativo más claro se asesoran y colocan las primeras emisiones de estos títulos en el Ecuador; entre los primeros emisores se encuentran: MACOSA, LA INTERNACIONAL, TEXTILES NACIONALES, CONFITECA, LABORATORIOS LIFE, PINTURAS WESCO, etc.<sup>43</sup>

- **Algunos de los requisitos importantes para la emisión de obligaciones son:**

Las obligaciones pueden ser nominativas, al portador y nominativas con cupones al portador. Estas deben contener la denominación, el objeto y domicilio de la sociedad, su capital y el activo y pasivo que se determine según balance, así como el importe de ella, señalando el número de títulos, su valor nominal, el interés, el término de pago del interés y del capital, los plazos, condiciones y forma en que van a ser amortizadas las obligaciones y el lugar de pago.<sup>44</sup>

Para que las obligaciones puedan ser emitidas y colocadas en el público, se requiere la autorización previa de la C.N.V. (Consejo Nacional de valores). El mínimo de información requerido es el siguiente:

- **Motivos de la emisión.**

- Plan de inversión del producto de la emisión.
- Efectos financieros de la emisión sobre la economía de la empresa.
- Estudios del mercado de los productos de la emisora.
- Capacidad de pago.

Los principales inversores de este mercado son especialmente instituciones financieras, fondos de inversión y en menor medida las Compañías de Seguros. El año de 1997 fue el año en que más emisores de obligaciones participan y en el que históricamente existió mayor monto de títulos colocados.

A partir de 1998, con la eliminación de la exoneración tributaria que beneficiaba a los intereses de las obligaciones, el número y monto de emisiones se reduce considerablemente. Especialmente a partir de la crisis bancaria de los años 1999 y 2.000, el mecanismo marca un compás de espera.

---

<sup>43</sup> Cornejo, Santiago. (2011). *La Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores Ecuatoriano*. OBLICORP. [Citado el: 25 de 08 de 2011]. <http://www.oblicorp.com/index.php?option=com>

<sup>44</sup> Cevallos, Víctor. (2006). *Op. Cit.* Pág. 196

El renacer de este sistema de mercado de capitales se da en el año 2001 con una emisión de obligaciones de CEDAL que es colocada a un 8,44% de rendimiento en dólares, con quince meses de gracia para pagar el capital. Este proceso constituyó un ejemplo para otras Compañías que entran al mercado de valores y se benefician de los resultados obtenidos”.<sup>45</sup>

## 5.1 FUNDAMENTO LEGAL

El marco legal para una emisión de obligaciones está dado por la Ley de Mercado de Valores, su Reglamento General y el Reglamento de Emisión de Obligaciones.

La Ley de Mercado de Valores – promulgada tiene como objetivo general el crecimiento del mercado bursátil como consecuencia del aumento de la emisión de acciones y obligaciones por parte del sector societario privado; desde este punto de vista, prioriza dicho procedimiento por considerarlo como un modo alternativo de financiamiento que permite a las empresas disponer de recursos frescos a través de la democratización del capital o atraer recursos de terceros de acuerdo con los objetivos de la empresa, mediante una eficiente utilización de instrumentos financieros que posibilitan al inversionista mejorar sus rendimientos y al empresario reducir sus costos financieros e incentivar el ahorro productivo.

En la legislación ecuatoriana la emisión de obligaciones es un procedimiento regulado por la Ley de Mercado de Valores y el Reglamento de Emisión de Obligaciones, tiene un antecedente jurídico en la Ley de Compañías vigente, en el título de las Compañías Anónimas, que fue derogado por la Ley de Mercado de Valores, en la práctica dicha institución no fue utilizada por el empresario porque no fue debidamente reglamentada, no hubo una adecuada difusión y no se contemplaron ventajas tributarias.

## 5.2 NORMATIVIDAD VIGENTE

El marco legal para una emisión de obligaciones está dado por la Ley de Mercado de Valores, su Reglamento General y el Reglamento de Emisión de Obligaciones.

---

<sup>45</sup> Cornejo, Santiago. (2011). *Op. Cit.*

Las Obligaciones son valores de corto o largo plazo emitidos por Compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursal de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador y los organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de las mismas.

Los emisores que ofrezcan obligaciones requerirán de un prospecto o circular de oferta que contendrá los requisitos mínimos de información establecidos en el Reglamento de Oferta Pública de la Ley de Mercado de Valores.

Las Obligaciones dan derecho a sus tenedores al reembolso del principal o su conversión en acciones, tratándose de obligaciones convertibles y a los intereses o rendimientos en los términos, lugar y fechas señalados en la escritura de emisión.

La tasa de interés o rendimiento que devenguen las obligaciones será de libre contratación, fija o reajutable, dentro de los parámetros establecidos en la ley.

Las obligaciones se redimirán al vencimiento del plazo o anticipadamente mediante sorteo o cualquier otro sistema.

Toda emisión estará amparada por garantía general y además podrá contar con garantía específica. Por garantía general se entiende la totalidad del patrimonio o bienes del emisor que no están afectados por una garantía específica, el monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del 80 % del total de activos libres de todo gravamen.

Por garantía específica se entiende aquella de carácter real (hipoteca, prenda) o personal (fianza), el monto máximo para emisiones amparadas con garantía específica, no podrá superar el 80 % del avalúo de los bienes que la garanticen.

Puede garantizarse con valores u obligaciones ejecutivas de terceros, distintos que el emisor o en flujo de fondos predeterminado o específico para lo cual será necesario que sobre ello se establezca un fideicomiso.

Toda compañía que emita obligaciones, deberá celebrar con una persona jurídica, especializada en tal objeto un convenio de representación de los obligacionistas quién

actuará por el bien y defensa de éstos. El representante legal de la persona jurídica será el representante de los obligacionistas.

Toda compañía emisora de obligaciones llevará un registro de sus colocaciones primarias y de los pagos de intereses y capital, tal registro será legalizado con la firma del representante legal del emisor.

Se designará un agente pagador, el mismo que podrá ser la propia entidad emisora, o una institución financiera.

### 5.3 DISPOSICIONES GENERALES PARA LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES CONSTANTES EN EL REGLAMENTO PARA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

#### 5.3.1 Montos

Los montos máximos de emisión de obligaciones son:

- Emisión de garantía general hasta el 80% del total de activos libres de todo gravamen.
- Emisión con garantía específica, hasta el 80% del avalúo de los bienes que lo garanticen, excepto cuando sean fianza, avales, pólizas, en cuyo caso será del 100%.
- Emisiones de obligaciones convertibles en acciones, en función de la naturaleza de las anteriores.
- Obligaciones especiales o papel comercial, hasta el 100% del patrimonio neto de la emisora

#### 1.1.1. Garantía

Una **garantía** es un negocio jurídico mediante el cual se pretende dotar de una mayor seguridad al cumplimiento de una obligación o pago de una deuda.

Las garantías son muy importantes para los consumidores. Permiten tener la certeza de que, en caso de vicios o defectos que afecten el correcto funcionamiento del producto, los responsables se harán cargo de su reparación para que el producto vuelva a reunir las condiciones óptimas de uso.

Las Bolsas de Valores exigirán a sus miembros una garantía, que tendrá por objeto asegurar el cumplimiento de las obligaciones de las Casas de Valores frente a sus comitentes y a la respectiva Bolsa, derivadas exclusivamente de operaciones bursátiles.

### ***Garantía general***

La totalidad del patrimonio o bienes del emisor que no están afectados por una garantía específica.

### ***Garantía específica***

Se entiende aquella de carácter real o personal. Entre las formas de la primera están, la prenda y la hipoteca; y, de la segunda, la fianza.

Se admite como garantía valores u obligaciones ejecutivas de terceros, distintos que el emisor, o en un flujo de fondos predeterminado o específico. En estos casos los valores deben depositarse en el depósito centralizado de compensación y liquidación; y, de consistir en flujos de fondos, fideicomizar los mismos.

El Consejo Nacional de Valores regulará los montos máximos de emisión de obligaciones, en relación con el tipo de garantías de éstas.

### **5.3.2 Plazos**

Las obligaciones pueden emitirse a largo y corto plazo, en este último se tratará de papeles comerciales cuyo plazo no podrá exceder de 359 días. Largo plazo cuando esta sea superior a 360 días.

### **5.3.3 Unidad Monetaria**

Las obligaciones podrán emitirse en dólares de los Estados Unidos de América o en otras divisas.

### **5.3.4 Intereses**

Cantidad de dinero que recibe una persona por el servicio de prestar su dinero, o costo en que un deudor incurre al hacer uso de un préstamo.

Interés Compuesto contablemente, es la forma de calcular el interés, en la que cada período de cálculo el interés se acumula al capital. Esta cifra sirve de base para calcular los intereses en el siguiente período. El interés efectivo para el acreedor es tanto mayor cuanto más frecuentemente se haga el cálculo. Financieramente, es el originado por la adición periódica del interés simple al principal, formando esta nueva base el capital principal para el cálculo de los intereses posteriores.

La tasa de interés será de libre contratación, fija o reajutable, dentro de los parámetros establecidos para el mercado financiero por el Banco Central. En caso de mora, del deudor, éste reconocerá, adicionalmente, el máximo interés permitido por la Ley.

### **5.3.5 Tratamiento Fiscal**

Los intereses generados por las obligaciones emitidas a plazos mayores a un año, se encuentran exentos de impuestos.

### **5.3.6 Colocación**

Negociación destinada a la venta de una nueva emisión de valores, o a la concesión de un préstamo a largo plazo, a través de los sistemas de negociación de las bolsas de valores.

La compañía que emita obligaciones podrá poner en circulación el monto total autorizado o por partes.

### **5.3.7 Agente Pagador**

El agente pagador, es una figura jurídica utilizada en la emisión de obligaciones, con el propósito de realizar los pagos de intereses y capital, en las fechas y condiciones estipuladas en la escritura de emisión. Pueden actuar como agente pagador, la misma emisora, o una Institución del Sistema Financiero que se encuentre bajo el control de la Superintendencia de Bancos.

Toda compañía que emita obligaciones designará un Agente Pagador, el mismo que podrá ser de la propia compañía o una institución financiera.

### **5.3.8 Convenio de Representación**

El representante de los obligacionistas es una persona jurídica especializada, utilizada en la emisión de obligaciones, que se encargará de velar por los intereses de los obligacionistas (personas que compran obligaciones de un emisor), durante la vigencia de la emisión.

La compañía que vaya a emitir obligaciones, deberá celebrar con una persona jurídica especializada, un convenio de representación, a fin de que ésta tome a su cargo la defensa de los derechos de los obligacionistas, durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total.

## **5.4 PROCEDIMIENTO**

El procedimiento para una emisión de obligaciones se desarrolla en el siguiente contexto:

### **5.4.1 Junta General**

Una emisión de obligaciones se inicia con la decisión de emitir obligaciones por parte de la Junta General de accionistas de la empresa que requiere captar recursos.

La Junta General puede delegar a un órgano de administración para que establezca todas o algunas de las características y condiciones de la emisión.

## **5.4.2 Trámite en la Superintendencia de Compañías**

El ente que autoriza y vigila el proceso integral de una emisión de obligaciones es la Superintendencia de Compañías, por lo que la decisión de la Junta General o del órgano que ésta hubiere delegado la emisión correspondiente, es elevada a escritura pública para ser presentada a dicha entidad de control.

Si la emisión se va a efectuar bajo mecanismo de oferta pública, el representante legal de la compañía emisora, presentará una solicitud de inscripción de la emisión en el Registro del Mercado de Valores.

Previo a la realización de la oferta pública, debe cumplir con los siguientes requisitos:

- Obtener calificación de riesgo de los valores a ofertarse.
- Haber puesto en circulación un "Prospecto".
- Haber inscrito los valores en el Registro del Mercado de Valores.

La colocación de obligaciones a través de oferta pública, se realizará dentro de los 180 días posteriores a la fecha de expedición de la resolución que apruebe su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

## **5.4.3 Oferta Pública**

Oferta pública de valores es la propuesta para la negociación de valores, dirigida al público en general, o a sectores específicos de éste, con el propósito de obtener la adquisición o enajenación de dichos valores en el mercado.

Toda oferta pública de valores deberá ser aprobada por la Superintendencia de Compañías de acuerdo con las normas generales que dicte para el efecto.

De modo previo a su realización, una oferta pública de valores deberá cumplir los siguientes requisitos:

1. Obtener calificación de riesgo de los valores a ofertarse, en los términos establecidos en esta Ley;
2. Haber puesto en circulación un prospecto que deberá ser aprobado por Superintendencia de Compañías siempre y cuando la emisora demuestre una posición económico financiera adecuada; y,
3. Haberse inscrito los valores y el emisor en el registro del mercado de valores.

#### **5.4.4 Prospecto**

La colocación de una emisión de obligaciones mediante oferta pública, precisa básicamente de un "Prospecto de emisión", en el cual constará toda la información posible de la empresa emisora, así como todas las características concretas de los valores a ser emitidos y la información relevante respecto del emisor, información que al menos incluirá la identificación y una descripción de la empresa y su giro; el nombre de sus administradores, su participación en grupos empresariales, si la hubiere, sus balances, estados de pérdidas y ganancias, estados de flujos de efectivo, dictámenes de las auditorías externa practicadas al emisor de los tres últimos ejercicios económicos y la calificación de riesgo de los valores a ser emitidos.

La revisión del prospecto por parte de Superintendencia de Compañías estará limitada a verificar el cumplimiento de los requisitos mínimos de información fijados y autorizar su circulación. No constituirá garantía alguna sobre los valores a emitirse ni podrá entenderse como una recomendación de compra.

La revisión deberá ser hecha dentro de un período no mayor a quince días hábiles, contados desde la presentación del respectivo prospecto; se entenderá que la falta de pronunciamiento implica ausencia de observaciones y que por lo mismo, el prospecto presentado, podrá ponerse en circulación.

## Contenido del Prospecto de Emisión de Obligaciones

### *Descripción de la Compañía*

- Razón Social
- Registro Único de Contribuyentes
- Fecha de constitución
- Fecha de Inscripción en el Registro Mercantil
- Plazo de Duración
- Domicilio
- Teléfonos
- Fax
- Objeto Social
- Capital Social
- Suscrito
- Pagado
- Patrimonio de la compañía
- Acciones de la compañía
- Ordinarias
- Preferentes
- Accionistas mayoritarios
- Número de directores, empleados, trabajadores
- Estructura Orgánico Funcional
- Organigrama
- Representantes legales
- Presidente Ejecutivo
- Presidente del Directorio
- Gerente General
- Experiencia de los principales directivos

### ***Características de la emisión***

- Resolución de división / autorización de emisión
- Monto
- Plazo
- Moneda
- Número y valor nominal de las obligaciones
- Tasa de interés
- Plazo y amortización
- Forma de pago
- Lugar de pago
- Agente Pagador
- Garantía
- Representante de los obligacionistas
- Asesor Financiero
- Sistema / forma de colocación
- Uso de recursos
- Autorización / resolución de la Superintendencia de Compañías
- Número de inscripción en el Mercado de Valores

### ***Información Financiera***

- Análisis económico (aspectos macroeconómicos)
- Descripción breve del proyecto a financiarse con la emisión
- Política de dividendos
- Auditoría (s)

### ***Principales indicadores financieros de la empresa al término de los tres últimos años fiscales***

- Liquidez
- Apalancamiento Financiero
- Ventas

- Costos de producción
- Gastos Financieros
- Ganancias antes de impuestos
- Ganancia neta

### ***Proyecciones Financieras***

- Balance General
- Pérdidas y Ganancias
- Flujos de Caja
- Supuesto de las proyecciones
- Graficación de todos los datos históricos y proyección

### ***Anexos***

- Balances e información financiera de años anteriores (tres años)
- Opiniones, auditores y otros
- Fotos de las instalaciones de la compañía

### **5.4.5 Calificación de Riesgo**

La actividad que realizan entidades especializadas, denominadas calificadoras de riesgo, mediante la cual den a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública.

Los emisores de valores obligatoriamente deberán contar con calificación de riesgo como requisito previo para que sus valores puedan ser ofertados públicamente. Para este efecto la Ley de Mercado de Valores introduce la compañía calificadora de riesgo, sociedad anónima o limitada autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto principal la calificación del riesgo y de la solvencia de los emisores o de los valores que se negocian en el mercado de valores.

Las calificaciones por parte de las Calificadoras de Riesgo son evaluaciones sobre la capacidad de un emisor para hacer frente a sus obligaciones, intereses y capital, en los plazos previstos. Se refieren a una emisión específica, no al conjunto de emisiones de un emisor o al emisor globalmente. No es una evaluación sobre el rendimiento de una emisión ni tampoco es una recomendación para comprar, mantener o vender títulos. Las calificaciones son opiniones no garantizadas en cuanto a su exactitud y/o precisión.

Las calificaciones están basadas en la información disponible por parte de los emisores. No es una responsabilidad de las Calificadoras al realizar una auditoría con cada proceso de calificación e inclusive, en varias ocasiones, las calificadoras se verán forzadas a utilizar información financiera no auditada.

En términos generales, las calificaciones están basadas en las siguientes consideraciones:

- La eventualidad del incumplimiento de las obligaciones. Esto es la capacidad y compromiso del emisor para cumplir oportunamente con el pago de los intereses y pago del capital, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión.
- La naturaleza de las provisiones de recursos en forma oportuna y suficiente para cumplir con la obligación.
- La protección con que cuenta la obligación y su posición relativa a otras obligaciones, en el caso de una quiebra y/o liquidación del emisor, bajo las actuales leyes que norman la actividad de las compañías.

Adicionalmente, las calificaciones se establecen en función de comparaciones de riesgo entre emisores del mismo sector económico. El análisis contempla no sólo la evaluación aislada del emisor sino también su posición competitiva en los mercados, adaptándose a cada emisor en función de sus sectores de actividad. El análisis comprende aspectos tanto cuantitativos como cualitativos.

Las principales áreas de análisis son:

- **Riesgo sectorial y entorno económico:** se evalúan aspectos como la oferta y demanda en el sector y su vulnerabilidad con respecto a cambios en la economía o en el marco regulador en todos los mercados relevantes.
- **Posición del emisor:** se analiza fundamentalmente su posición competitiva en el mercado, las expectativas futuras, la orientación estratégica y la flexibilidad ante un cambio en el entorno económico y ante cambios de carácter cíclico.
- **Solidez financiera:** comprende un estudio profundo de los estados financieros y contables del emisor. Se analiza en detalle la rentabilidad y generación de fondos, la solidez del balance, las proyecciones de futuro y la flexibilidad financiera.
- **Estructura accionaria:** en algunos casos la calidad y el apoyo de los accionistas constituyen un elemento importante dentro de la calificación. También se estudia la política de distribución de beneficios y contribuciones al capital.
- **Apoyo estatal:** el apoyo directo o indirecto del sector público puede ser un factor de importancia para la calidad crediticia de un emisor.
- **Características de la emisión:** la documentación de la emisión es estudiada para entender sus características particulares: aspectos jurídicos, garantías, etc., que permitirán asignar una calificación a la emisión específica.

#### **5.4.6 Sistema de Distribución**

Los emisores que hubieren obtenido la correspondiente autorización de Oferta Pública, podrán negociar las obligaciones emitidas en los mercados bursátil y o extrabursátil, a través de una casa de valores.

#### **5.4.7 Mercado Secundario**

Es importante que luego de la colocación primaria, las obligaciones se inscriban en las Bolsas de Valores, a fin de que el obligacionista pueda hacer líquida su inversión en cualquier momento que él considere oportuno.

#### **5.4.8 Redención**

El proceso de una emisión de obligaciones termina con la redención, rescate o pago del capital e intereses correspondientes, el cual puede realizarse por sorteo o a plazo fijo, según se haya estipulado en el respectivo contrato. Cumplido este proceso se procede a liberar las correspondientes garantías si las hubiere.

#### **5.4.9 Prelación**

En caso de disolución de la compañía emisora, se tendrán por vencidas las obligaciones en circulación. El crédito de los obligacionistas se pagará antes que el de los accionistas y gozará de la preferencia que le corresponda, según la garantía que la caucione.

### **5.5 INCENTIVOS TRIBUTARIOS Y REFORMAS A OTRAS LEYES**

Para hacer atractivo al empresario este mecanismo, la Ley contempla una serie de incentivos tributarios reformando la Ley de Régimen Tributario Interno, así:

- Los intereses provenientes de la inversión en Obligaciones se hallan exonerados del pago de impuesto a la renta.
- Existe exoneración total de impuestos fiscales y municipales a la escritura de emisión.
- Existe exoneración total de impuestos fiscales y municipales para la cancelación de las garantías.

- Para beneficiarse de las exenciones tributarias y deducciones por emisión pública de acciones y obligaciones previstas en esta Ley, en la Ley de Mercado de Valores y en las correspondientes leyes reformativas de las citadas, las respectivas transacciones de acciones, derechos de preferencia y obligaciones deben efectuarse a través de las bolsas de valores legalmente establecidas en el país.

### **La exoneración de impuesto de registro**

Las inscripciones que deban hacerse por los actos contemplados en la Ley de Mercado de Valores, incluyendo la constitución de garantías, están exentas del impuesto de registro y sus adicionales, conforme lo determina el artículo 220 de la Ley de Mercado de Valores.

### **Las planillas por inscripción en el Registro Mercantil**

Los derechos y todo tipo de gastos o cobros que hagan los registradores mercantiles o de la propiedad por la inscripción de los actos que contengan emisión de obligaciones, sus garantías, las constituciones de compañías o sus aumentos de capital contemplados en la Ley de Mercado de Valores sumados todo aquello, en ningún caso serán superiores al cero, veinte y cinco mil de la cuantía del acto o contrato ni superiores a 788 dólares.

Cuando los indicados funcionarios se negaren sin causa legal o retarden el otorgamiento o la inscripción de dichos documentos o pretendieren recaudar valores mayores a los fijados, serán sancionados con la destitución del cargo por la Corte Superior de Justicia respectiva, a pedido del Superintendente de Compañías.

## CAPÍTULO VI

### 6 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

#### 6.1 CONCLUSIONES

- Para el sector empresarial es de suma importancia contar con diversas formas de financiamiento. Una de ellas la constituye la emisión de obligaciones, que es una más de las alternativas que para este fin existen.
- El mecanismo de emisión de obligaciones fue creado para incentivar la inversión productiva del sector societario, otorgando mayores plazos y menores costos que las tradicionales formas de financiamiento. Sin embargo, dicho mecanismo no cumplió con los objetivos iniciales por lo cual fue creado.
- Un economía saneada, un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente con nuevos mecanismos que coadyuven al desarrollo empresarial se beneficiarán no solo estos sectores sino que se reactivara todo el aparato productivo y se generará riqueza nacional
- Al terminar el presente trabajo se puede concluir que la emisión de obligaciones en el Mercado de Valores Ecuatoriano es un proceso beneficioso para la empresa y genera valor agregado para la misma.

#### 6.2 RECOMENDACIONES

- Se debe promocionar una cultura bursátil en el Ecuador, ya que de esta manera se podría canalizar de mejor manera el ahorro hacia el sector productivo y, en el largo

plazo, mejorar la calidad de vida de los ecuatorianos. La difusión del mercado de valores debe empezar en las escuelas y colegios a través de juegos virtuales, concursos, ferias estudiantiles y continuar en las aulas universitarias incluyendo en las mallas curriculares materias relacionadas que deberían ser obligatorias y a nivel de maestrías con especialidades en mercado de valores, y finalmente, para que el proceso de crecimiento de este mercado sea sostenido y no una simple mejora, es de vital importancia desarrollar procesos de investigación sobre este mercado.

- Las empresas ecuatorianas deben investigar más a fondo acerca de las distintas alternativas de financiamiento que tienen disponible en el mercado de capitales y de esta manera elegir la que más se ajuste a sus necesidades.
- Considerando que el poco dinamismo presentado por el mercado de capitales es fiel reflejo de toda economía, se hace necesario que el Gobierno asuma su papel de orientador de los agentes económicos. Es decir, se debe propender a que el Estado juegue un papel protagónico en la difusión y promoción del mecanismo de emisión de obligaciones, además de actuar como "market marker" a través de ciertas instituciones públicas como el Banco Central, el IESS, la CFN, Banco de Fomento, emitiendo a través de ellas obligaciones de largo plazo que permitan dinamizar el mercado de capitales.
- Se deben desarrollar y auspiciar investigaciones sobre el desarrollo del mercado de valores, es decir, no solo se debe a dar a conocer la importancia, alcance y el funcionamiento del mercado, sino también se debe fomentar el desarrollo de nuevos conocimientos

## BIBLIOGRAFÍA

- Aguirre Sábada, Alfredo.** 1992. *Fundamentos de Economía y Administración de Empresas*. s.l.: Ediciones Pirámide, 1992.
- Alessandri Rodríguez, Arturo.** 1987. *Los Bienes y los derechos reales*. Santiago: Imprenta Universal., 1987.
- Allan.** 2007. *Mercado de valores*. Panamá Ciudad: Comisión Nacional de Valores, 2007.
- Alvarez Correa, Eduardo.** 1999. *Contratos bancarios"*. Bogotá: Universidad de Los Andes, 1999.
- Andrade, Ruben Dario.** 2003. *Legislación económica del Ecuador*. Quito: Abya Yala, 2003.
- Arosemena, Guillermo.** 1995. *La historia empresarial del Ecuador, Volumen 1*. 1995.
- Arteaga, Juan Rafael Bravo.** 2008. *Derecho tributario. Escritos y reflexiones*. Bogota: Colección Textos de Jurisprudencia, 2008. 978-958-8378-59-6.
- Brigham, Eugene.** 2005. *Fundamentos de Administración Financiera*. México: Thomson, 2005.
- Casas, Eduardo.** 1997. *La Fiducia*. Bogotá: Temis, 1997. 958-35-0128X.
- Casco Muñoz, Erick Manuel.** 2005. *La teoría general de los títulos valores*. s.l.: Universidad Centroamericana, 2005. pág. 64.
- Cevallos Vásquez, Víctor.** 2006. *Manual de Derecho Mercantil*. 4. Quito: Editorial Jurídica del Ecuador, 2006. pág. 568. 9978171312/9789978171318.
- Cevallos Vasquez, Víctor.** 2007. *Mercado de Valores y Contratos*. Quito: Editorial Jurídica del Ecuado, 2007.
- Cornejo Mignone, Santiago.** 2011. La Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores Ecuatoriano. *OBLICORP*. [En línea] 2011. [Citado el: 25 de 08 de 2011.] [http://www.oblicorp.com/index.php?option=com\\_content&view=article](http://www.oblicorp.com/index.php?option=com_content&view=article)
- Cortez, Francisco.** 2000. *Titulización de Activos: Oportunidades de la Titularización ante la nueva economía*. Madrid: s.n., 2000.
- Dávalos Mejía, Carlos.** 1992. *Títulos y contratos de crédito, quiebras*. México DF: Harla, 1992.

- DECEVALE. 2010.** DECEVALE. [En línea] 18 de 01 de 2010. [Citado el: 14 de 08 de 2011.] <http://www.decevale.com/>.
- DTI. 2010.** Departamento de Comercio e Industria. [En línea] 08 de 08 de 2010. [www.dti.gov.uk](http://www.dti.gov.uk).
- Dunn de Ávila, Jaime. 2006.** *Titularización de activos y flujos futuros, la experiencia en Bolivia*. La Paz: s.n., 2006.
- Fondos del Pichincha. 2011.** Fondos Pichincha S.A. [En línea] 2011. [Citado el: 01 de 08 de 2011.] [http://www.fondospichincha.com/paginas/encargo\\_fidu.html](http://www.fondospichincha.com/paginas/encargo_fidu.html).
- Gaiten Martínez, Jose Alberto. 2009.** *Lecciones sobre títulos- valores*. Rosario: Universidad del Rosario, 2009. 9587380460/9789587380460.
- García-Muñoz, José Alpiniano. 2001.** *Derecho económico de los contratos*. Bogotá: Librería del Profesional, 2001.
- Geshstenberg, Charles. 1980.** *Financiamiento y Administración de Empresas*. México: Compañía Editorial S.A., 1980.
- H. Congreso Nacional. 2006.** Ley de Mercado de Valores. *Ley de Mercado de Valores, Codificación*. Quito: Comisión de legislación y Codificación, 2006.
- Haime Levy, Luis. 2004.** *Reestructuración integral de empresas: como base de la supervivencia*. Mexico: Ediciones Fiscales ISEF, 2004, 2004. 9706766391/9789706766397.
- Helo Kattah, Luis S. 2009.** *De los títulos-valores en general*. Texas: Pontificia Universidad Javeriana, 2009.
- Martínez Solano, Pedro. 2006.** *Titulización de activos: Efectos sobre el valor de las Entidades Bancarias*. 2006.
- Martorell, Ernesto. 2000.** *Tratado de los Contratos de Empresa*. Buenos Aires: Depalma, 2000.
- Mejía, Vicente Cuartas. 2006.** *Diccionario económico financiero*. Medellín: Lorenza Correa Restrepo, 2006.
- Muci Facchin, Gustavo. 2004.** *Regulación bancaria*. Caracas: Fundación Banco Mercantil, 2004.
- Muci Fucchini, Gustavo. 2002.** *Algunos aspectos legales de la titularización de créditos bancarios*. Caracas: s.n., 2002.
- Ospina, Guillermo. 1998.** *Teoría general de los actos o negocios jurídicos*. Bogotá: Temis, 1998.
- Peña Nossa, Lisandro. 2007.** *Curso de títulos-valores*. Texas: Ediciones Librería del Profesional, 1984, 2007.

- Pichincha, Fondos. 2011.** Fondos Pichincha S.A. [En línea] 2011. [Citado el: 28 de 06 de 2011.] [http://www.fondospichincha.com/paginas/encargo\\_fidu.html](http://www.fondospichincha.com/paginas/encargo_fidu.html).
- Ramos Pazos, René. 1998.** *De las obligaciones*. Santiago de Chile: Editorial Jurídica de Chile, 1998. pág. 467. 9561012634/9789561012639.
- Raynes, Sylvain y Ann Rutledge. 2003.** *El análisis de valores estructurados*. EE.UU.: Oxford U Press, 2003. 978-0195152739.
- Ruiz Fernández, Belisario. 2004.** *Esquemas de Titularización*. La Paz-Bolivia: s.n., 2004.
- Sergio, Rodríguez Azuero. 1985.** *Contratos Bancarios*. Bogotá: FELABAN, 1985.
- Superintendencia de Compañías. 1996.** *La Fiducia*. Quito: s.n., 1996.
- Superintendencia de Compañías. 2008.** Superintendencia de Compañías. [En línea] 12 de 10 de 2008. [Citado el: 08 de 08 de 2011.] <http://www.supercias.gov.ec/>.
- Tavakoli, Janet. 2005.** *CDO: Caveat emptor" Revisión de Riesgos GARP*. EE.UU.: Revista de la Asociación Mundial de Profesionales de Riesgo, 2005.
- Valores, Superintendencia de. 1997.** *La titularización en Colombia: una ventana hacia la modernización financiera*. Bogotá: Superintendencia de Valores, 1997.