

ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Humanísticas y Económicas



**“ANÁLISIS DE LAS EXENCIONES IMPOSITIVAS PARA EL
DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO Y
PROPUESTA DE REFORMAS TRIBUTARIAS SEGÚN MODELOS
EXTERNOS”**

Tesis de Grado

Previa a la obtención del Título de:

**Economista con Mención en Gestión Empresarial,
especialización Finanzas**

Presentado por:

María de Lourdes Romero Granados

Guayaquil – Ecuador

2007

DEDICATORIA

Este trabajo se lo dedico a la compañera y amiga incondicional, mi mamá, porque de ella aprendí que en la vida se debe luchar y sacrificarse cada día por lo que se quiere; por el ejemplo de trabajo, dedicación y esfuerzo; por enseñarme el camino a seguir y darme la libertad de tomar mis decisiones.

A ella le debo mi fortaleza, mi temple y mi coraje, es por ello que este trabajo está dedicado a mi mamá, porque el sueño de alcanzar esta meta no es solo mío; es de las dos.

AGRADECIMIENTO

A Dios, por haberme dado la oportunidad de culminar uno de mis más grandes sueños; a mis padres, Oscar y Angie, por el apoyo incondicional; a mi familia en general por la confianza que han tenido en mí; y a todos mis amigos y amigas del colegio y universidad por haberme acompañado y apoyado en este largo camino hasta alcanzar mi meta.

De manera especial a la Msc. Mariela Méndez Prado, mi Directora de Tesis, por haberme brindado parte de su tiempo y de sus conocimientos; y que, gracias a su paciencia y constante preocupación ha sido posible alcanzar esta meta personal.

TRIBUNAL DE GRADUACIÓN

Ing. Oscar Mendoza Macías
Decano de la Facultad
Presidente



Msc. Mariela Méndez Prado
Directora de Tesis



Msc. Gustavo Solórzano Andrade
Vocal



Msc. Fabián Soriano Idrovo
Vocal



CIB-ESPOL

DECLARACIÓN EXPRESA

“La responsabilidad del contenido de esta Tesis de Grado, me corresponde exclusivamente; y el patrimonio intelectual de la misma a la ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL”

(Reglamento de Graduación de la ESPOL)

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'E. A. Roldán', is centered on the page. The signature is written in a cursive style with a horizontal line through the middle.

Índice General

	Pág.
Índice General	I
Índice de Cuadros	III
Índice de Figuras	IV
Índice de Tablas	V
Introducción	2 - 7
 CAPÍTULO 1	
1. EL MERCADO DE VALORES	8
1.1 Definiciones básicas y componentes del mercado	9
1.2 Historia del Mercado de Valores	18
1.3 Integrantes del Mercado de Valores ecuatoriano	20
1.4 Estructura del ahorro ecuatoriano y su importancia dentro del Mercado de Valores	25
1.5 Funcionamiento del Mercado de Valores	26
 CAPÍTULO 2	
2. INCENTIVOS TRIBUTARIOS EN EL MERCADO DE VALORES	29
2.1 Aspectos generales de los impuestos en el Ecuador	30
2.2 Ley de Mercado de Valores de 1993	31
2.3 Ley de Mercado de Valores de 1998	34
2.4 Análisis del impacto de las exenciones tributarias y sus reformas en el nivel de transacciones del mercado de valores	35
 CAPITULO 3	
3. INCENTIVOS TRIBUTARIOS EN EL MERCADO DE VALORES	43
3.1 Introducción	44
3.2 Características del mercado	46

3.3 Tipos de incentivos	49
CAPÍTULO 4	
4. PRINCIPALES REFORMAS PROPUESTAS	55
4.1 Descripción de las reformas	56
CONCLUSIONES	
RECOMENDACIONES	
ANEXOS	
BIBLIOGRAFIA	

Índice de Cuadros

	Pág.
Cuadro 1.1 Tipos de opciones	16
Cuadro 1.2 Hechos relevantes en la conformación de la Bolsa de Valores	19
Cuadro 2.1. Resumen de las exoneraciones vigentes en las negociaciones bursátiles	40
Cuadro 3.1 Exenciones tributarias en otros países	45
Cuadro 4.1 Volumen de negociación bursátil en las Bolsas de Valores del país.....	57

Índice de Figuras

	Pág.
Figura 1.1 Organigrama de la Bolsa de Valores de Guayaquil	24
Figura 1.2 Procesa de negociación en la Bolsa de Valores	28
Figura 4.1. Volumen de Inversión directa en el país.....	58
Figura 4.2 Porcentaje de utilidades retenidas en el país	60

Índice de Tablas

	Pág.
Tabla 4.1. Impuesto a la renta recaudado 2005	63
Tabla 4.2. Variación de la recaudación aplicando la exoneración del Impuesto a la Renta	63
Tabla 4.3. Impuesto a la renta recaudado 2005	65
Tabla 4.4. Variación de la recaudación aplicando un porcentaje inferior del Impuesto a la Renta	65

INTRODUCCIÓN

Planteamiento del Problema

Para la mayoría de los países latinoamericanos son varios los factores que afectan al desarrollo y crecimiento del mercado de valores; por lo cual se distinguen dos tipos de problemas¹: los de tipo coyuntural que son aquellos relacionados con acontecimientos del momento, por ejemplo crisis financieras, volatilidad en mercados financieros internacionales, variación en las tasas de interés; y los de tipo estructural que se refieren a la estructura del mercado donde se efectúan las operaciones, entre los problemas de este tipo se encuentra la rivalidad de la actividad bancaria con la actividad bursátil y la cultura bursátil insuficiente.

Actualmente el mercado de valores ecuatoriano no se ha desarrollado eficientemente debido, principalmente, a la falta de cultura bursátil (problema de tipo estructural); es decir: por un lado los individuos con recursos excedentes se convierten en ahorristas pues el sistema bancario ha canalizado la información de tal forma que sean ellos los únicos receptores de dichos recursos, evitando así que éstos sean invertidos en el mercado de valores. Por otro lado, está la falta de promoción del mercado de valores sobre los beneficios que pueden recibir los individuos al invertir sus recursos en la adquisición de acciones, bonos y demás títulos valores; cabe resaltar que dicha promoción también debe ser dirigida hacia las empresas; la mayor parte de las empresas que funcionan en el Ecuador son de patrimonios familiares con capitales cerrados al mercado de valores pues no conocen los beneficios que conllevan inscribirse y participar en el mercado.

A pesar de que son varios los trabajos que se han realizado sobre los factores que afectan al crecimiento y desarrollo del mercado de valores, en la mayoría de ellos se cita como factor fundamental la intervención del Gobierno en el establecimiento de incentivos tributarios para la formación de una cultura bursátil que propicie y garantice la realización de transacciones

¹ Evolución Económica de México – Octubre de 1999.

en el mercado de valores; por ello, el estado debe “obligar” mediante la recaudación efectiva de los tributos, y “permitir” el goce de exenciones por la apertura de sus capitales, es indispensable que estas dos acciones se realicen en conjunto.

Algunos agentes del mercado consideran de vital importancia los incentivos tributarios que se establezcan tanto para el emisor como para los inversionistas, y de mayor importancia aún, el rol del Gobierno al ser el encargado de crear y establecer dichos incentivos, también se afirma que las empresas siguen manteniendo estructuras familiares cerradas, no se dan cuenta que si abren el capital al mercado, éstas ganarán valor².

En el caso ecuatoriano, es evidente la necesidad de reestablecer los incentivos tributarios que se estipularon en la primera Ley del mercado de valores; así como también, la inclusión de nuevas reformas tributarias que incentiven tanto a los inversionista para que canalicen sus recursos hacia la inversión productiva; y a las empresas para que se inscriban en el mercado de valores favoreciendo al crecimiento de éste.

Justificación del tema

El Mercado de Valores tiene gran importancia para el crecimiento y desarrollo económico del país, por lo cual es vital la implementación de políticas que fomenten el crecimiento del mercado.

Según un estudio realizado en el Salvador³ el mercado de valores de cualquier país debe estar desarrollado y bien organizado pues constituye un mecanismo de inversión para los ahorristas y una nueva forma de

² Sr. Víctor Chiriboga, Presidente de la Casa de Valores “Portafolio”, Diario Hoy – Sección Negocios (Julio de 2004).

³ Perspectivas del Mercado de Valores de El Salvador en el contexto regional.

financiamiento para proyectos de largo plazo, generando así mayores niveles de producción y empleo.

Es importante el desarrollo del mercado de valores dado que asigna eficientemente los recursos del ahorro hacia proyectos de inversión que crean empleo y riqueza para la nación, para ello será necesario el establecimiento de ciertos incentivos que promuevan las negociaciones en este mercado. Los incentivos de tipo tributarios son de vital importancia pues atraerían la inversión nacional y extranjera; además, considerando que el objetivo del Gobierno del Ecuador es propiciar la reactivación de la economía, la implementación de este tipo de estímulos se alinea con el propósito de facilitar la inversión y la actividad productiva como único medio para el crecimiento económico. Cabe recalcar además, que esta inicial reducción de impuestos se verá traducida en mayores recaudaciones una vez que el crecimiento sea una realidad. Así mismo, el financiamiento directo vía emisión de obligaciones o de cualquier otro tipo de instrumento de deuda, es una alternativa válida para las empresas que también debería ser promovido, tal como sucede en otras economías como Portugal y Argentina, donde los beneficios de operaciones en renta fija están exentos de impuestos entre ellos el impuesto a la renta.⁴

Los mercados de valores ofrecen intermediación financiera para instrumentos de deuda (bonos por ejemplo) y acciones asegurando la mayor competencia entre las fuentes de financiamiento y por lo tanto mayor eficiencia en el sistema financiero; uno de los principales beneficios que ofrece la participación en el mercado de valores a los inversionistas es la seguridad de los recursos invertidos esto debido a la crisis bancaria que sufrió el país en 1999, se afirma que quienes invirtieron en acciones no perdieron su patrimonio, sino que en la actualidad aún perciben dividendos

⁴ Tomado del Plan de desarrollo del Mercado de Valores - BVG

de empresas como la Cemento Nacional, Supermercados La Favorita o Industrias Ales.⁵

El desarrollo de este tema también es importante desde el punto del Gobierno, pues con el establecimiento de incentivos de tipo tributarios, las empresas inscritas deberán adoptar prácticas transparentes en el manejo de su información y de esta forma el Gobierno tendrá una visión más clara y real del nivel de ingresos de dichas empresas y una mejor cuantificación de los impuestos que generen las actividades que ellas realizan.

El estudio del mercado de valores desde el punto de vista económico adquiere gran relevancia, a fin de conocer su estructura y funcionalidad para formular las estrategias que permitan que este mercado alcance los estándares internacionales en materia bursátil, lo que permitirá que el ahorro nacional se vuelva más productivo; y promover al empresario e inversionista nacional.

Objetivos

El principal objetivo de este trabajo constituye el análisis de las exenciones impositivas existentes para las transacciones que se realizan en el Mercado de Valores ya sea que se encuentren estipuladas claramente en la Ley del Mercado de Valores o en la Ley de Régimen Tributario Interno; o aquellos beneficios que aunque no se encuentran establecidos en la ley representan exoneraciones para quienes ejecuten cierto tipos de acciones; para luego elaborar una propuesta de reformas tributarias adecuadas para el desarrollo del Mercado de Valores ecuatoriano tomando en consideración modelos externos.

⁵ Vicepresidente de la Casa de Valores Portafolio – Víctor Chiriboga

Para ello se evaluarán las estructuras de ahorro actuales y los niveles de preferencias de inversión de los ecuatorianos (estructuras por plazos, tipos de instrumentos); también se analizará en términos comparativos los volúmenes de negociación y número de empresas que cotizan en bolsa en cada una de las reformas tributarias realizadas a la Ley de Mercado de Valores.

Hipótesis

Las hipótesis ha ser probadas en esta tesis son:

Hipótesis 1

Las exenciones tributarias y sus reformas planteadas hasta hoy han tenido impacto en el desarrollo del mercado bursátil.

Hipótesis 2

El número de empresas que se han acogido al beneficio tributario es inferior al número de empresas registradas en la superintendencia de compañías.

Descripción de la Tesis

En el primer capítulo de este trabajo se encuentra lo referente a conceptos básicos para entender la terminología utilizada en el Mercado de Valores, así como procedimientos utilizados y el funcionamiento del mercado.

En el segundo capítulo se tratarán aspectos relativos a los impuestos ecuatorianos y las exenciones tributarias que se contemplan para las transacciones del mercado de valores.

En el tercer capítulo se analizarán casos similares de Mercados de Valores internacionales, características esenciales y tipos de incentivos utilizados.

Finalmente en el cuarto capítulo se elabora una propuesta de incentivos al mercado de valores basados en casos de otros mercados.

CAPÍTULO 1: EL MERCADO DE VALORES

“El valor es el más invisible e imperceptible de los fantasmas, y viene y se va a pesar de que la materia densa y visible permanezca como estaba”⁶

⁶ W. Stanley Jevons

1.1 Definiciones básicas y componentes del mercado

Valor

Cuando hablamos de Mercado de Valores, el concepto básico de debemos conocer es el de Valor.

Cuando un individuo invierte en el Mercado de Valores lo que recibe son papeles o títulos, esto es lo que se conoce como Valores por lo que representan, ya sea una cantidad determinada de dinero, mercancía o propiedad sobre alguna cosa. Los valores pueden ser comprados, vendidos o intercambiados con otros títulos o por una cierta cantidad de dinero. Los valores representan participaciones o haberes en sociedades sobre cantidades prestadas de dinero o mercancías que son objeto de operaciones mercantiles; son documentos que representan deuda o capital de entidades públicas o privadas.

La definición de valor posee dos aspectos distintos de interpretación, pero que a la vez están estrechamente relacionados: el aspecto material y el aspecto sustancial.

El *aspecto material* del valor comprende el documento en sí; un pedazo de papel escrito y firmado por el deudor con varios requisitos a cumplirse, es un documento formal que representa un contrato unilateral.

El *aspecto sustancial* es la esencia del valor, consiste en el derecho que posee la persona a la cual se le otorgue el documento; el derecho es un beneficio a favor de la persona que posea el valor de conformidad con la ley de circulación.

De esta manera, los títulos valores son un contrato unilateral que representan una inversión o un crédito y que expresan la voluntad de una parte deudora correspondiéndole una obligación y a la otra parte, acreedora, le corresponde el derecho sobre lo que se menciona en el documento.

Los valores, también conocidos como títulos valores o instrumentos, constituyen una masa de derechos – obligaciones que circulan en el mercado con sus propias leyes sobre una gran cantidad de bienes muebles e inmuebles para así formar una riqueza social; actualmente estamos en una fase económica en que la riqueza esta mayormente representada por los títulos valores que circulan en la economía basadas en sus propias leyes y sometidas a sus propias crisis.

La circulación de los títulos valores contribuyen a la formación del ahorro y su uso es importante para el comercio y las empresas (públicas o privadas) pues otorga al inversionista (portador de dinero) un título que da una utilidad; y puede convertirse fácilmente en dinero. Dicha circulación también favorece a disminuir el tipo de interés de los prestamistas.

Actualmente se ha producido la desmaterialización de los valores debido a que ya no son utilizados los títulos en forma física o material, sino que una institución de depósito de valores realiza un control mediante anotaciones donde se registra quien es el dueño de una cantidad virtual de títulos⁷.

⁷ Aplicado en la Bolsa de Valores de México

Tipos de títulos valores

Para clasificar los títulos, se establecen varios criterios, por ejemplo de acuerdo a la renta que reciban, el tipo de entidad que emita los títulos, clase de titular.

Según el tipo de renta que perciban los títulos pueden ser: títulos de renta fija o títulos de renta variable.

- Los *títulos de renta fija* son documentos por los que el inversionista recibirá una cantidad conocida en cada periodo u otorga el derecho de percibir un interés fijo; entre ellos se encuentran los certificados de depósitos a plazos, pagaré, aceptaciones y avales bancarios, letras de cambio, Cetes, bonos.
- Los títulos de *renta variable* son aquellos documentos que incluyen un derecho de propiedad de una parte del patrimonio de una empresa, por lo que el inversionista recibirá una retribución incierta que dependerá del nivel de beneficios de la empresa emisora del título, en este tipo de títulos se encuentran las acciones que pueden ser ordinarias o preferentes.

Según el carácter de la entidad que los emita, los instrumentos pueden ser: títulos públicos y títulos privados.

- Los *títulos públicos* son instrumentos emitidos por el Estado, entre ellos se encuentra la deuda pública o bonos del Estado, letras del Tesoro, Cetes.
- Los *títulos privados* son aquellos emitidos por la empresa privada, entre ellos se encuentran las acciones de empresas privadas, participaciones de los fondos de inversión.

Según la clase de titular, los títulos pueden ser: nominativos, al portador o a la orden.

- Los *títulos nominativos* son instrumentos emitidos a favor de una persona determinada; en este caso, si se cambiase de titular se deberá informar a la empresa emisora del título.
- Los *títulos al portador* son instrumentos cuyo dueño o titular es el portador de los mismos.
- Los *títulos a la orden* son instrumentos emitidos a favor de una persona determinada y cuyo titular puede ser cambiado sin que sea necesario notificar a la empresa emisora.

En el mercado de valores, sin considerar los criterios anteriormente expuestos, los títulos se agrupan dependiendo al mercado donde se desarrollen, así pues los títulos pueden ser instrumentos del mercado de capitales o instrumentos del mercado de dinero.

Al *mercado de capitales* pertenecen las acciones, que son documentos que las empresas emiten para aumentar el capital, este tipo de títulos otorga al portador derechos sobre una porción de la empresa convirtiéndose en socio de ella y participando de las ganancias o pérdidas de la empresa. Los réditos que se recibe por este tipo de títulos se los conocen como dividendos y corresponden a una participación proporcional de las utilidades que alcance la empresa en un periodo determinado, es decir, es una renta variable para el inversionista.

En el *mercado de dinero* se encuentran los títulos de deuda, conocidos también como bonos; son instrumentos que las empresas emiten para obtener recursos y que constituyen una obligación por

pagar para la empresa, independientemente de los resultados que la empresa obtenga en un periodo determinado. Es un compromiso de pago con fecha y plazo establecido por el cual el emisor paga un interés previamente acordado, es decir, constituye una renta fija para el inversionista.

En este tipo de instrumentos, las ganancias o pérdidas se consideran a través del valor de compra después de la emisión o la venta antes de la amortización total de la deuda.

Las acciones y los bonos constituyen los dos grandes grupos en los que se pueden clasificar los títulos que se negocian en el mercado de valores.

Para el caso de los bonos, éstos se emiten con el fin de obtener cierta cantidad de dinero a cambio, pueden ser emitidos por el Gobierno ó por empresas privadas; este tipo de instrumentos poseen tres partes fundamentales: la tasa cupón, el valor facial y el plazo.

El *valor facial* ó valor a la par es el valor efectivo que paga el inversionista al momento de adquirir el bono y cuyo valor deberá rembolsar el emisor al vencimiento.

El *vencimiento* de un bono varía desde los tres meses hasta los treinta años, durante este periodo de tiempo el inversionista recibe cada año el valor del cupón, que comprende el resultado de la tasa cupón por su valor facial o a la par.

La *tasa cupón* es el beneficio que recibirá el inversionista, se fija por primera vez en el mercado primario y no varía en función de las tasas de interés vigentes, lo que varía es el precio del bono en el mercado: si la tasa cupón es igual a la tasa de interés del mercado, el precio será igual a su valor a la par; si la tasa cupón es mayor a la tasa

de interés del mercado, el precio será superior al valor a la par (bono sobre la par); y, si la tasa cupón es menor a la tasa de interés del mercado entonces su precio será inferior al valor a la par (bono con descuento o bajo la par). El pago del cupón constituye una obligación legal; es decir, que su impago ocasiona la quiebra del emisor.

Las acciones, aunque también se emiten con la finalidad de obtener dinero por parte de los inversionistas, constituyen un instrumento que otorga derecho de propiedad sobre una fracción de la empresa que las emite; la diferencia esencial entre las acciones y los bonos radica en las acciones no tienen un vencimiento establecido, es decir, tienen vida indefinida. Para este tipo de instrumento los inversionistas reciben dividendos periódicos como pago de su inversión; y dependiendo del tipo de acción, estos dividendos pueden ser fijos o variables de acuerdo al nivel de ingresos de la empresa que emite; existen dos tipos de acciones: ordinarias y preferentes.

En el caso de las *acciones preferentes*, los inversionistas reciben un dividendo fijo ó determinado parecido a los cupones, con la única diferencia que su impago no causaría la quiebra del emisor. Para las *acciones ordinarias* los dividendos son variables y dependen del nivel de beneficios alcanzados por la empresa en un periodo determinado.

En términos de riesgo de inversión, el título que reporta menos riesgo es el bono, pues constituye una obligación y que por la naturaleza del instrumento entrega una renta fija, su rendimiento será el más bajo. Las acciones son las inversiones más arriesgadas pues reportan un mayor rendimiento debido a que los réditos que se perciben son variables.

Derivados⁸

Un producto *derivado* es un instrumento financiero cuyo precio no solo depende del riesgo, plazo sino que también está relacionado con el precio de un activo de referencia o subyacente. Se los realiza como operación de cobertura contra las fluctuaciones del mercado para cubrir o eliminar los riesgos financieros y disminuir la incertidumbre económica.

Son contratos establecidos para ser liquidados en una fecha futura y se los realiza sobre acciones, tipos de interés, materias primas, divisas, etc.

Los productos derivados se dividen básicamente en dos grupos: futuros y opciones.

Los *futuros* son contratos estandarizados en plazo, monto y cantidad por el cual dos partes se comprometen, una a comprar y otra a vender un activo subyacente en una fecha futura, aunque en el momento de cerrar el trato no se realice ninguna transacción.

Las *opciones* son contratos estandarizados por el cual el comprador de dicha opción adquiere el derecho pero no la obligación, en una fecha futura, de comprar (call) o vender (put) un activo subyacente a un precio pactado. A diferencia de los futuros, el comprador de una opción debe pagar una prima en el momento de cerrar la operación.

Las opciones pueden ser de dos tipos: europeas o americanas. Las *opciones europeas* son aquellas que pueden liquidarse solo al momento de su vencimiento; en cambio, las opciones americanas se pueden liquidar en cualquier momento entre su fecha de contratación y su vencimiento.

⁸ En el caso ecuatoriano este mercado aún no se ha establecido.

Cuadro 1.1 - Tipos de opciones

Opción de compra	Opción call
Opción de venta	Opción put

Elaborado por: Autora de tesis

El mercado de valores

El mercado es el lugar donde acuden la demanda y la oferta de las partes interesadas sobre un determinado bien; el cual será el objeto de contratación y estará sujeto a una valoración que será el precio del mercado.

El mercado financiero es un gran conjunto de mercados utilizados para transferir recursos entre los distintos agentes económicos (inversionistas, empresas e instituciones financieras) con el fin de buscar rentabilidad para el dinero; dentro de este mercado se encuentra el *mercado de valores*, aquí se realiza la compra y venta de los títulos o instrumentos financieros con el fin de obtener rendimientos o recursos para la inversión, destinados al financiamiento del capital de trabajo permanente o para el incremento del capital fijo de la empresa o Gobierno.

“El mercado de valores comprende un mercado organizado, regulado y controlado donde acuden demandantes y oferentes de valores; el pilar fundamental en el que se basa este mercado es la información en la cual se basa la participación equitativa, competitiva y ordenada de los partícipes.”⁹

El mercado de valores esta compuesto básicamente de dos mercados: el mercado de dinero y el mercado de capitales.

⁹ Tomado del Programa Nacional de capacitación bursátil – Bolsa de Valores de Quito.

El mercado de dinero es aquel donde se intercambian instrumentos financieros que por su corto plazo y mínimo riesgo se pueden considerar sustitutivos del dinero. Los instrumentos negociados en este mercado poseen gran liquidez y alta seguridad, entre ellos están las aceptaciones bancarias y Pagarés del Tesoro.

El mercado de capitales es aquel donde se negocian títulos de mediano y largo plazo que implican un riesgo relativamente alto y cuyo plazo suele ser mayor a un año.

Desde otro punto de vista el mercado de valores se divide en dos submercados: mercado primario o de emisión; y, mercado secundario o de negociación.

El mercado primario es aquel en el que se realiza la primera colocación de los valores emitidos, aquí los agentes económicos contactan a los ahorradores para captar los recursos financieros por medio de dichos títulos.

En el mercado secundario se contactan los ahorradores entre sí para que exista un intercambio de los títulos que poseen; en algunas ocasiones los ahorradores están representados por un agente o corredor de bolsa para que éstos realicen las transacciones de los títulos mediante el establecimiento del precio de los títulos que se negocian en este mercado.

Si el mercado secundario es formal, se publicarán diariamente el resumen de las transacciones realizadas, este tipo de mercado debe cumplir con ciertos requisitos como por ejemplo el número de participantes, leyes internas que garanticen la transparencia de las transacciones.

1.2 Historia del mercado de valores

Las bolsas de valores surgen en la antigüedad cuando los mercaderes se reunían en algún sitio para comprar o vender sus productos primarios; con el paso del tiempo, los bienes objeto de intercambio fueron evolucionando hasta llegar, en la actualidad, a la producción y negociación de productos como los valores que son representativos de derechos económicos patrimoniales o crediticios. Las bolsas de valores son las instituciones que actualmente proveen la infraestructura para facilitar la reunión de inversionistas y emisores.

La creación en el Ecuador de las bolsas de valores constituyó un proyecto impulsado por la necesidad de proveer a los comerciantes una forma de distribuir la riqueza, promover el ahorro interno para canalizarlo a las actividades productivas.

A continuación se detalla hechos relevantes de la conformación del mercado bursátil en el Ecuador¹⁰:

¹⁰ Reseña tomada de la Bolsa de Valores de Quito.

Cuadro 1.2 - Hechos relevantes en la conformación de la Bolsa de Valores

4 de Noviembre de 1831	Se autoriza poner en vigencia el Código de Comercio de España de 1829.
1 de Mayo de 1882	Entra en vigencia el primer Código de Comercio ecuatoriano, que se refiere ya a las Bolsas de Comercio.
26 de Junio de 1884	Se crea la primera Bolsa de Comercio en Guayaquil.
26 de Septiembre de 1906	Se expide el Código de Comercio de Alfaro
Mayo de 1935	Se crea en la ciudad de Guayaquil la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C. A.
19 de Mayo de 1953	Se establece la Comisión de Valores en el Decreto Ley de emergencia No. 09
4 de Julio de 1955	Se crea la Comisión Nacional de Valores según Decreto Ejecutivo No. 34
27 de Enero de 1964	Se expide la Ley de Compañías
11 de Agosto de 1964	Se expide la Ley de la Comisión de Valores — Corporación Financiera Nacional sustituyendo a la Comisión Nacional de Valores
26 de Marzo de 1969	Se expide la Ley No.111 que faculta el establecimiento de bolsas de valores, compañías anónimas, otorgando facultad a la Comisión de Valores — Corporación Financiera Nacional para fundar y promover la constitución de la Bolsa de Valores de Quito C. A.
30 de Mayo de 1969	Se autoriza el establecimiento de las Bolsas de Valores en Quito y Guayaquil.
25 de Agosto de 1969	Se otorga Escritura de Constitución de la Bolsa de Valores de Quito C. A.
2 de Septiembre de 1969	Se otorga Escritura Pública de Constitución de la Bolsa de Valores de Guayaquil C. A.
28 de Mayo de 1993	Se expide la primera Ley de Mercado de Valores, en donde se establece que las Bolsas de Valores deben ser corporaciones civiles y dispone la transformación jurídica de las compañías anónimas.
31 de Mayo de 1994	Se realiza la transformación jurídica de la Bolsa de Valores de Quito C. A. a la Corporación Civil Bolsa de Valores de Quito.
23 de Julio de 1998	Dado el desarrollo del mercado se hizo necesario profundizar, actualizar y sustituir algunas normas de la Ley expedida el 28 de mayo de 1993, para facilitar el cumplimiento de los objetivos para los cuales fue expedida.

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

1.3 Integrantes del Mercado de Valores ecuatoriano

Las negociaciones en el mercado de valores se realizan a través de intermediarios que representan a los clientes: inversionistas y emisores. Las transacciones se las efectúan en instituciones conocidas como Bolsas de Valores. En el Ecuador existen dos Bolsas de Valores autorizadas para efectuar dichas negociaciones: Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) y la Bolsa de Valores de Quito (BVQ).

De esta manera, enumeramos a los participantes del mercado y a las instituciones que regulan las negociaciones en el mercado de valores para el caso ecuatoriano.

- **Inversionistas**

Son aquellos que compran o adquieren los títulos valores a cambio de su dinero.

- **Emisores**

Son aquellos que reciben el dinero que entregan los inversionistas a cambio de los títulos valores que emiten.

En el Ecuador los emisores pueden ser: Gobierno central, entidades del régimen seccional autónomo, otras instituciones públicas financieras y no financieras, instituciones privadas del sector financiero e instituciones privadas del sector empresarial.

A continuación se detallará la estructura institucional del Mercado de Valores ecuatoriano.¹¹

- **Consejo Nacional de Valores**

¹¹ Tomado del Plan de Capacitación Bursátil – Bolsa de Valores de Quito

Encargado de implantar la Política General del Mercado de Valores. Esta institución es un órgano de la Superintendencia de Compañías y se encuentra presidida por esta entidad.

Está conformado por siete miembros distribuidos de la siguiente manera: cuatro miembros del sector público y tres miembros del sector privado.

Una de las principales funciones de este órgano es regular el funcionamiento del Mercado de Valores.

- **Superintendencia de Compañías**

Dentro del mercado de valores, sus principales funciones son:

- ✓ Autorizar las actividades del mercado de valores; y, supervisar y ejercer control sobre los participantes del mercado.
- ✓ Ejecutar la política general del mercado de valores y sancionar las violaciones a la ley y a los reglamentos.
- ✓ Suministrar y requerir información pública sobre las actividades de las personas sujetas a su control (naturales o jurídicas).

- **Registro del Mercado de Valores**

Es un organismo dentro de la Superintendencia de Compañías donde se inscribe la información pública de los emisores, valores y de otras instituciones que forman parte del mercado de valores.

El registro en este organismo es un requisito previo para participar en el mercado bursátil y extrabursátil.

- **Bolsa de Valores**

Constituye el espacio físico a donde acuden las casas de valores para realizar la conocida “rueda de bolsa” (transacciones); son corporaciones civiles sin fines de lucro.

La principal finalidad de esta institución es brindar los mecanismos y servicios necesarios para la negociación de los Valores.

Es autorizada y se encuentra bajo el control de la Superintendencia de Compañías. Sus miembros son las casas de valores constituidas legalmente.

Las Bolsas de Valores poseen la facultad de dictar reglamentos y normas internas para el control de sus miembros.

- **Casas de Valores**

Son compañías que tiene como objeto social único la realización de las actividades previstas en la ley; es decir, la intermediación de valores. Estas instituciones actúan por medio de operadores dentro de la bolsa de valores.

Las instituciones del sistema financiero privado y los grupos financieros son las que podrán establecer casas de valores.

Poseen facultades y prohibiciones estipuladas en la ley del mercado de valores.

- **Administradoras de fondos y fideicomisos**

Son compañías anónimas cuyas actividades se centran en la administración de: fondos de inversión, negocios fiduciarios (fideicomisos mercantiles y encargos fiduciarios); también

representan fondos internacionales y actúan como emisores en los procesos de titularización¹².

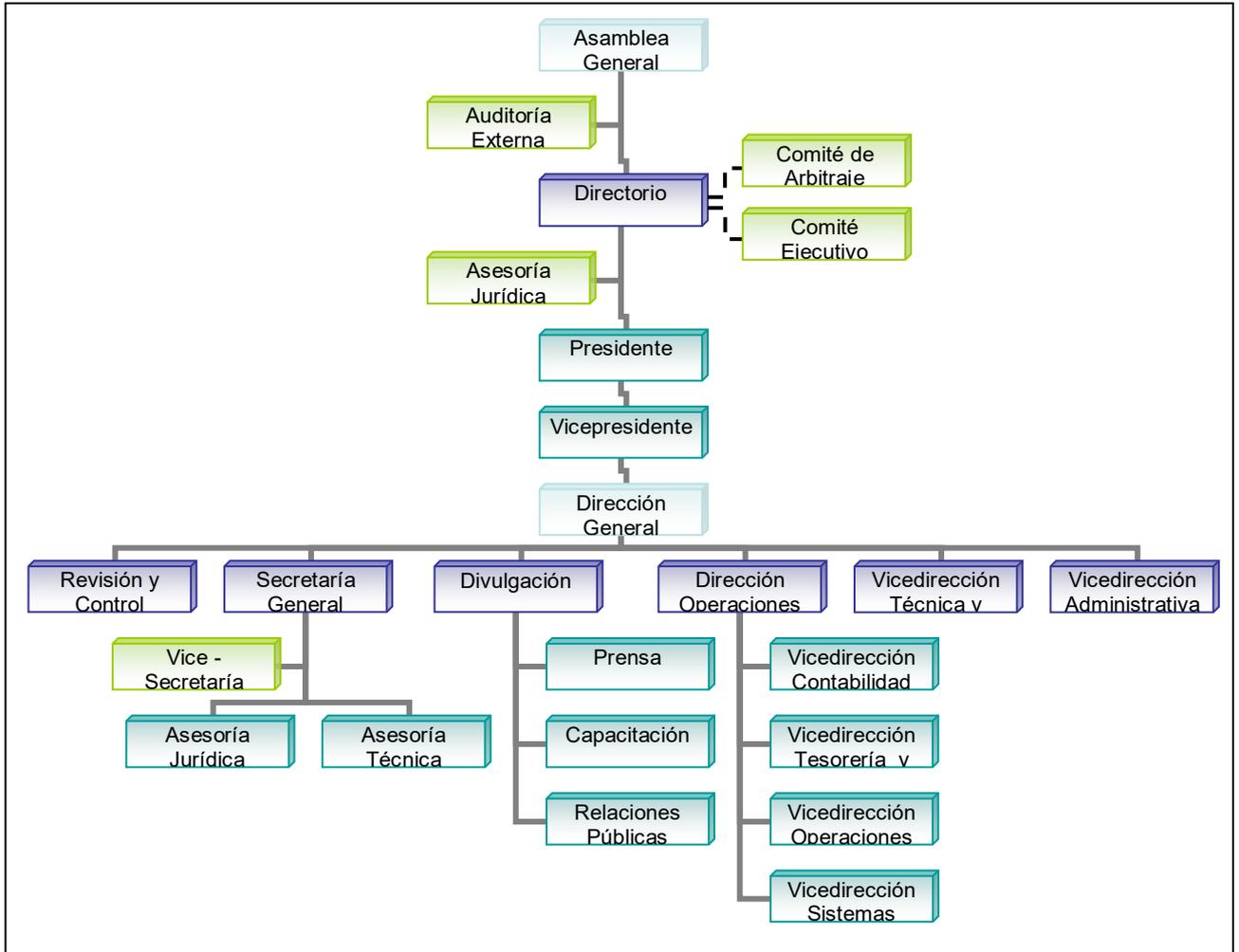
- **Calificadores de riesgo**

Compañías cuya finalidad es analizar la capacidad de las empresas y en base a dicho análisis otorgar una calificación en relación a la posibilidad de repago de la emisión.

¹² Operaciones con el fin de convertir activos (Bienes de capital, inmuebles, cartera) en títulos valores.

1.3.1 Organización de la Bolsa de Valores de Guayaquil

Figura 1.1 - Organigrama de la Bolsa de Valores de Guayaquil



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

1.4 Estructura del ahorro ecuatoriano y su importancia dentro del Mercado de Valores.

Hasta Noviembre del 2005 el total de depósitos que registró el sistema financiero ecuatoriano¹³ fue de \$ 6.164,2 millones de dólares; los cuales en relación al PIB (producto interno bruto) representan el 18,64%; este porcentaje representa la tasa de ahorro ecuatoriano.

Existen diversas causas por las que la tasa de ahorro es baja; la principal es la falta de confianza en los bancos locales, por lo que las inversiones en el mercado de valores se presentan como una alternativa importante para canalizar el ahorro y una forma indirecta de incentivar también al incremento de dicha tasa de ahorro.

Como es conocido en materia económica, el ahorro dentro de un mercado sirve como recurso para impulsar proyectos de inversión que crearán empleo y riqueza; dentro del Mercado de Valores el ahorro es destinado para las diversas negociaciones y, en determinado momento servirá como fuente de financiamiento para impulsar proyectos.

Alrededor del mundo las bolsas de valores son lugares en donde los inversionistas acuden con el fin de tratar de proteger e incrementar su ahorro financiero con la aportación de recursos que permiten a gobiernos y empresas, financiar proyectos productivos y de desarrollo.

Las empresas que requieran recursos monetarios para financiar sus proyectos pueden obtenerlo mediante el mercado bursátil, a través de la emisión de valores que son puestos a disposición de los inversionistas, y son comprados o vendidos en las bolsas de valores, en

¹³ Bancos privados abiertos

un mercado de libre competencia y con iguales oportunidades para los participantes.

1.5 Funcionamiento del Mercado de Valores

1.5.1 Proceso para que una empresa cotice en Bolsa

Los requisitos para que una empresa cotice en la Bolsa de Valores son:

- Solicitar a la Superintendencia de Compañías la inscripción al Registro de Mercado de Valores.
- Publicar en un diario de la localidad la resolución de inscripción.
- Elaborar un prospecto de oferta pública primaria; dicho prospecto debe incluir la actividad de la empresa, estados financieros, características de la emisión, calificación de riesgos, etc.
- Inscribirse en la Bolsa de Valores como emisor, previa resolución de su Directorio.
- Cancelar la cuota de inscripción; luego de esto, el emisor podrá negociar sus títulos en la Bolsa de Valores.

1.5.2 Negociaciones Bursátiles

1.5.2.1 Mecanismos de negociación

En las Bolsas de Valores ecuatorianas existen actualmente dos mecanismos de negociación por medio de la cual se pueden realizar operaciones y son:

- ✓ Rueda a viva voz
- ✓ Rueda electrónica

1.5.2.2 Subasta bursátil

Es un mecanismo de venta pública de un importante paquete de títulos – valores de la misma clase, que se realiza en la Bolsa de Valores, entre quienes propongan pagar el mejor precio.

Se caracteriza porque existe un solo oferente o vendedor y varios demandantes. Se utiliza especialmente para la colocación primaria de títulos – valores, en que no se conoce previamente el precio y se trata de inducir a que el mercado establezca dicho precio.

Para realizar la subasta bursátil se cumplen cuatro pasos:

- ✓ Convocatoria
- ✓ Presentación de posturas
- ✓ Apertura y calificación de posturas
- ✓ Adjudicación

1.5.2.3 Formas y tipos de posturas

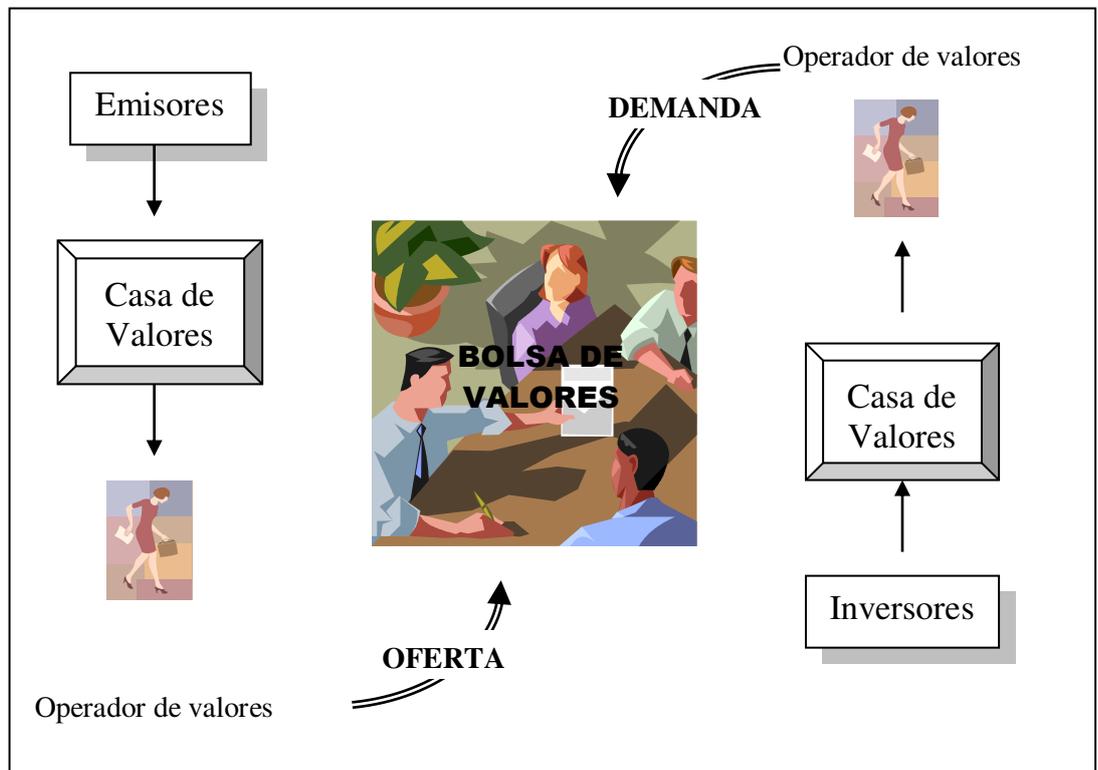
Un operador de valores, en representación de su Casa de Valores podrá actuar comprando o vendiendo títulos por encargo de sus clientes. La agrupación de todas las órdenes emitidas por sus clientes se denomina portafolio.

El operador podrá tener varias posturas en el mercado, dependiendo de la conformación de su portafolio, a saber se definen cuatro posturas:

- ✓ En firme
- ✓ Cruzadas
- ✓ De mercado
- ✓ De fracciones

1.5.3 Proceso de negociación en la Bolsa de Valores ecuatoriana

Figura 1.2 - Proceso de negociación en la Bolsa de Valores



Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

**CAPÍTULO 2:
INCENTIVOS
TRIBUTARIOS EN EL
MERCADO DE VALORES**

2.1 Aspectos generales de los impuestos en el Ecuador

“La tributación puede desempeñar un rol importante en el proceso de desarrollo económico y social del país ya no sólo por el hecho de proporcionar al Sector Público los recursos para financiar los servicios y obras, sino que también, debido a que la tributación al afectar el nivel del ingreso disponible y la estructura relativa de los precios de los bienes y servicios y aún de los factores de la producción, logra alterar la conducta de los agentes económicos. La tributación puede convertirse en un valioso instrumento para orientar el consumo, el ahorro y la inversión en la forma que más convenga para acelerar el proceso de desarrollo.”¹⁴

Algunos expertos en materia económica y tributaria en el Ecuador coinciden en que el sistema tributario del país sufre una inestabilidad absoluta, debido a que hasta la fecha el Reglamento a la Ley de Régimen Tributario ha sufrido innumerables cambios y modificaciones; lo que restaría es analizar si dichas reformas han sido encaminadas a mejorar o al incentivo de algún sector en especial.

En Ecuador, las políticas fiscales que se han adoptado han sido mal orientadas, debido a que los recursos obtenidos vía impuestos no se los ha utilizado para la actividad productiva ni para atender necesidades vitales; sino que simplemente se los ha empleado para cubrir el déficit presupuestario que el país afronta cada año; y refiriéndonos a las reformas a la Legislación Tributaria, por lo general han sido establecidas para el incremento o la aparición de un nuevo impuesto.

Con respecto al tema central de este trabajo, las políticas tributarias adoptadas por el Gobierno ecuatoriano en la actualidad no contemplan ningún tipo de incentivos que propicien el incremento de la

¹⁴ Algunas consideraciones sobre el impuesto a las transacciones mercantiles y a la prestación de servicios – Econ. Wilson Ruales M.

actividad bursátil; en el año de 1993, cuando se expidió la Ley de Mercado de Valores se establecieron incentivos de tipo tributario para fomentar este mercado, pero con el transcurso de los años, estos incentivos se fueron eliminando mediante reformas tanto a la Ley de Mercado de Valores como también a la Ley de Régimen Tributario Interno; es así como en la actualidad los rendimientos obtenidos por los títulos negociados están sujetos al pago de impuestos.

Cuando el Gobierno diseña las políticas tributarias debe poner especial cuidado en conservar los incentivos individuales para la actividad productiva, incentivos para el sector empresarial, y también para el ahorro y la inversión en el país. Existen impuestos que se crean con el fin de desincentivar el consumo de ciertos productos como licores o cigarrillos; de igual forma el Impuesto a la Renta al gravar directamente a los ingresos en general crea un desestímulo a la actividad productiva, y en el caso específico de este trabajo, una falta de incentivo a las negociaciones de los títulos valores por los rendimientos que éstos generan.

Las tasas impositivas altas por lo general alejan la inversión nacional y extranjera hacia otros países, afectando directamente al sector productivo y al mercado de valores por no existir recursos con que negociar dentro de éste; a largo plazo estas altas tasas de impuestos se traducirían en una disminución de la recaudación fiscal.

2.2 Ley de Mercado de Valores de 1993

A pesar de que desde el año 1984 se encuentra el origen de esta ley en diversos proyectos, es recién el 28 de mayo de 1993 cuando expide la primera Ley de Mercado de Valores en el Ecuador; este cuerpo legal fue elaborado con la finalidad de establecer regulaciones y

reglamentos que permitan el normal desenvolvimiento de los participantes del mercado de valores en un marco de seguridad, transparencia y eficiencia.

Esta Ley, compuesta por 17 Títulos incluye aspectos referentes a la creación del Consejo Nacional de Valores, su composición y atribuciones. Establece la regulación al funcionamiento del mercado; y, la política general del Mercado de Valores.

Entre otras cosas, la primera Ley contenía un capítulo dirigido al establecimiento de incentivos tributarios encaminados a contribuir al desarrollo del mercado de valores con el incremento de las negociaciones que se desarrollarán en las Bolsas.

Esta ley cumplió su objetivo; en el año de su expedición pues el monto negociado aumentó en un 170% en dólares y en 1994 fue un incremento aún mayor, 305,27% en dólares¹⁵. Este impulso de la Ley de Mercado de Valores brindó nuevas oportunidades de inversiones y negocios dentro del país.

A continuación se detallan los incentivos tributarios que se establecieron en la primera Ley de Mercado de Valores en el Título XV – De los incentivos tributarios y reformas a otras leyes.

El artículo 71 de la Ley del Mercado de Valores, referente a los Impuestos contiene las disposiciones que reformaron a la Ley de Régimen Tributario Interno vigente en 1993 de la siguiente manera:

¹⁵ Historia de la Bolsa de Valores de Guayaquil – Ley de Mercado de Valores

- Se reforma el artículo 9 referente a las exenciones de los ingresos considerados para el cálculo del Impuesto a la Renta; incluyendo nuevas exenciones.

Estas nuevas exenciones afectan principalmente a las ganancias originadas por acciones, utilidades, rendimientos de fondos de inversión, intereses generados por obligaciones. (Ver Anexo 1)

- Se reforma el artículo 10 correspondiente a las deducciones que afectan a los ingresos para el cálculo de la base imponible del Impuesto a la Renta, incluyendo nuevas deducciones.

Las deducciones que se incluyen contemplan las variaciones por el tipo cambio, valores cancelados por adquisición de acciones, valores por emisión de acciones para aumento de capital (Ver Anexo 1)

- Se reformó el artículo 22 correspondiente a la aplicación del sistema de corrección monetaria integral, se procedió a sustituir el segundo y tercer inciso por lo siguiente:

“ Los ingresos por concepto de intereses, descuentos y cualquier clase de rendimientos financieros, pólizas de acumulación, certificados de inversión, avales, fianzas y cualquier otro tipo de documentos, sean éstos emitidos por instituciones bancarias, financieras o de intermediación financiera o por personas jurídicas que no pertenezcan al sector financiero, así como las ganancias provenientes de la transferencia de acciones que se transen por medio de la bolsa de valores, independientemente del lugar de residencia del inversionista, no formarán parte de la renta global y se

someterán al impuesto único del ocho por ciento pudiendo deducir exclusivamente las personas naturales el componente inflacionario de tales rendimientos financieros. Al mismo tratamiento se sujetarán los rendimientos que perciban los fondos de inversión. Se exceptúa de esta disposición los intereses que se causen como resultado de las operaciones activas de crédito, los que forman parte de la renta global de sus beneficiarios.”

2.3 Ley de Mercado de Valores de 1998

La Ley del Mercado de Valores publicada el 23 de Julio de 1998 se la considera como cuerpo legal totalmente renovado debido a que se reforma la Ley de 1993 casi en su totalidad.

Esta Ley, que contiene 28 Títulos, incorpora temas referentes a nuevos mecanismos como la Titularización y los negocios fiduciarios; también incluye normas para las inversiones del sector público en el Mercado de Valores.

Se incluyen Títulos que no habían sido contemplados en la Ley original, tales como: Información, diferenciación entre mercado primario y secundario, inversionistas institucionales, entre otros.

También establece normas más claras para la emisión de obligaciones, autorregulación de las bolsas de valores, oferta pública; se definen los delitos contra el mercado de valores; como punto importante en esta Ley se destaca la desmaterialización e inmovilización de valores; es decir, se transfieren los valores sin que ello implique movimiento físico de los certificados o papeles, lo que favorece a la globalización financiera en el país.

En lo que concierne al desarrollo de esta tesis, el capítulo referente a los incentivos tributarios y reformas a otras leyes desaparece como tal y se incluye un Título orientado a la Tributación, en este se detallan las derogaciones de las exenciones que fueron establecidas en la Ley de 1993. (Ver Anexo 2)

A pesar de que la Ley del Mercado de Valores ha tenido varias reformas hasta el año 2002; la última reforma en cuanto a exenciones tributarias fue realizada en el año 1998; en dicha reforma solo quedaron vigentes las exenciones al pago del Impuesto a la Renta de las ganancias y rendimiento que distribuyan los fondos de inversión y las ganancias de capital por la compra venta de acciones, participaciones.

2.4 Análisis del impacto de las exenciones tributarias y sus reformas en el nivel de transacciones del mercado de valores.

En el periodo de 1993 – 1998 las negociaciones de los distintos documentos tuvieron un comportamiento normal. A partir de 1993 varios documentos empezaron a negociarse en la Bolsa de Valores con las regulaciones establecidas, otros en cambio, se empezaron a negociar en años posteriores dentro del periodo en referencia.

Con las exenciones vigentes en el periodo contempladas en la Ley de Régimen Tributario Interno y en la Ley del Mercado de Valores, el nivel de negociaciones tuvo un repunte a partir del año de 1993, con un crecimiento tal que llevó a que el peso del mercado de valores nacional en el economía crezca de 1,78% del PIB en el año 1993 a un 11.,20% en 1995¹⁶ debido al establecimiento de una ley que regulara las

¹⁶ Tomado de la Historia de la Bolsa de Valores de Guayaquil

negociaciones en dicho mercado y que afectaban a la mayoría de los documentos y papeles negociados.

De acuerdo a las características de cada documento las leyes establecieron exenciones a manera de incentivos para fomentar las negociaciones en el mercado de valores.

Lo establecido en las leyes principalmente afectaba a los documentos que se detallan a continuación exonerándolos del pago del Impuesto a la Renta sobre los rendimientos que percibían:

- Acciones (Ver Anexo 3)
- Obligaciones (Ver Anexo 4)
- Cédulas Hipotecarias (Ver Anexo 5)
- Certificado de depósito a la vista (Ver Anexo 6)
- Letras de cambio (Ver Anexo 7)
- Bonos (Ver Anexo 8)

Por un periodo de cinco años, tiempo en el cual las exenciones establecidas en la Ley original del Mercado de Valores estuvieron vigentes, las negociaciones mantuvieron un comportamiento normal, con periodos altos y bajos pero siempre con niveles de negociaciones estables, lo que hace suponer que lo establecido en las leyes anteriormente mencionadas cumplieron sus objetivos: regular y controlar las negociaciones en la Bolsa de Valores; y, servir como incentivos que favorezcan al crecimiento del nivel de negociaciones en la Bolsa.

En el caso de las Acciones podemos notar que los mayores niveles de negociación se encuentra en el periodo comprendido entre 1993 y 1997, esto es coherente con el periodo de vigencia de las exenciones previo a la primera reforma que sufriría esta ley en 1998; a

pesar de que durante el año de 1995 el país afrontó el conflicto armado con el país vecino Perú, este hecho afectó a la economía ecuatoriana de tal forma que el PIB se incrementó solo en 1,622 millones de dólares, un valor inferior al incremento que sufriera en 1994 (8,017 millones); sin embargo los factores que incidieron en el crecimiento del PIB no parecen haber afectado al mercado de valores puesto que en 1995 es el año donde se registraron el mayor número de negociaciones de acciones en la Bolsa de Valores representando el 34.29% del total negociado en el periodo de análisis 1993-2005 (Ver Anexo 13).

Para el caso de las negociaciones de las obligaciones, éstas también se vieron influenciadas por las exenciones descritas en la Ley del Mercado de Valores; al encontrarse exentos del pago del impuesto a la Renta los intereses que generen las Obligaciones emitidas por cualquier sociedad sujeta al control de la Superintendencia de Compañías; dentro del periodo 1993 – 1998 las obligaciones muestran un nivel de negociaciones superior en comparación con los años posteriores alcanzando el máximo nivel en el año 1997 con el 20.63% sobre total negociado en el periodo de 1993 - 2005 (Ver Anexo 14).; sin embargo esta concentración de negociaciones en el periodo de vigencia de las exenciones también se debe a que en dicho periodo las tasas a las que estaban sujetas estos documentos fluctuaban entre el 22% y el 55.87%¹⁷.

Lo mismo se aplica para el caso de las Letras de Cambio, este documento tuvo un comportamiento similar al de las Obligaciones, aunque su nivel transado es inferior al de las Obligaciones; es decir, cierta concentración de negociaciones para el periodo de vigencia de las exenciones y una disminución no muy acentuada para los años posteriores. De igual forma el mayor nivel negociado se encuentra en el

¹⁷ Tasa de interés registrada en Febrero de 1996 para Obligaciones emitidas por Compañía Anónima El Universo.

año 1997, año previo a la derogación de ciertas reformas. (Ver Anexo 15)

En el caso de los Bonos, la totalidad de los documentos de este tipo que se negocian en la Bolsa de Valores corresponden a aquellos emitidos por el Banco Central del Ecuador, el comportamiento de este documento no guarda relación con el establecimiento o vigencia de los incentivos tributarios; por el contrario el comportamiento de las negociaciones guarda relación con las decisiones tomadas por los Gobiernos de turno con respecto al servicio de la deuda externa, por este motivo es que se muestra un alto número de negociaciones durante los años 1996 y 1997 por cuanto en este periodo se destinó alrededor del 12.06%¹⁸ del PIB para el cubrir los pagos de la deuda externa que representa un porcentaje elevado en comparación a lo que se destinó el mismo año a la inversión social (1.45%).

De igual manera, las negociaciones de los Bonos se incrementan a finales del 1999, debido a que en agosto de ese año el Estado declara la moratoria de los Bonos Brady y Eurobonos y establece una nueva fórmula, la creación de los Bonos Global lo cual garantiza una amplia gama de beneficios a los tenedores de dichos bonos como por ejemplo el destinar el 70% de los ingresos petroleros al servicio de la deuda externa lo cual originó una elevada cotización de los papeles de la deuda externa ecuatoriana, por lo que en 1999 se encuentra el mayor nivel de negociaciones alcanzando el 56.57% (Ver Anexo 16) del total negociado en el periodo 1993 – 2005.

Para el caso de los Certificados de Depósitos a la Vista; a diferencia de la mayoría de los documentos negociados en la Bolsa de Valores, los certificados de depósitos a la vista no se encuentran

¹⁸ Deuda externa y migración – Acosta, Alberto 2002

afectados por las reformas que sufrió la Ley del Mercado de Valores ni la Ley de Régimen Tributario Interno.

Los certificados de depósitos a la vista, aunque presentan varias negociaciones en el periodo comprendido entre los años 1996 – 1998, tiene una concentración de gran volumen de negociaciones en los años 1999 y 2000 alcanzando en este último año un nivel de 82.63% del total negociado en trece años (Ver Anexo 17); esto se debe a que a en marzo de 1999 se establece la congelación de depósitos bancarios dando inicio a la mayor crisis bancaria del país, con el cierre de instituciones financieras representativas; esto llevo a que dichas instituciones, al no poder entregar a sus clientes el total de sus depósitos en numerario, emitieran documentos que certificaran la totalidad de los depósitos; por tal motivo muchos de los acreedores que poseían dicho documento, se vieron obligados a negociarlos en la Bolsa de Valores para obtener dinero efectivo; en muchos casos éstos se negociaron por valores menores a lo que representaba el documento.

A finales del 2001 las negociaciones de los Certificados de Depósitos a la Vista disminuyeron de forma considerable de tal forma que el nivel negociado se sitúa en el 2.75% del total negociado, varias de las razones radican en que se empezó con la recuperación de la cartera vencida de las instituciones financieras cerradas y con ello se comenzaron a establecer cronogramas de pago para los tenedores de los certificados de depósito.

Analizando la evolución de la Ley del Mercado de Valores concluimos que, con todas las reformas a las que ha estado sujeta la Ley, siguen estando vigente las siguientes exoneraciones:

Cuadro 2.1 - Resumen de exoneraciones vigentes en las negociaciones bursátiles.

Exoneraciones en la Ley del Mercado de Valores	Exoneraciones en la Ley de Régimen Tributario Interno
Las ganancias de capital, utilidades, beneficios o rendimientos financieros distribuidos por los fondos de inversión y fideicomisos de inversión a sus beneficiarios.	Rendimientos de los títulos valores emitidos por Instituciones públicas y las instituciones de derecho público legalmente autorizadas.
Las ganancias o utilidades, sean cuales fueren las fuentes de que provengan, que distribuyan los fondos de inversión.	Los dividendos y utilidades calculados después del pago del impuesto a la renta.
Las ganancias de capital provenientes de la compra venta de valores y de acciones, participaciones y derechos de sociedades	Los intereses que generen las cédulas hipotecarias, bonos de garantía y bonos de prenda.
Procesos de titularización: transferencia de dominio	

Elaborado por: Autora de tesis

Podemos observar que las exenciones tributarias que más sobresalen son aquellas sobre los beneficios o ganancias que sean repartidos por los fondos de inversión; por ello es necesario observar el comportamiento que han tenido dichos fondos desde el año 1993; cabe resaltar que los fondos de inversión negocian distintos tipos de documentos en el mercado de valores es por ello que las exenciones que se otorgan a las ganancias de estos fondos son de vital importancia porque fomenta el crecimiento de negociaciones en las Bolsas de Valores.

Fondos de inversión

La principal función de las Administradoras de fondos y fideicomisos es la captación del ahorro para invertirlos en el mercado de valores, se lo realiza mediante los fondos de inversión.

Un año después de la vigencia de la primera Ley de Mercado de Valores se autorizó el funcionamiento de doce administradoras de fondos hasta llegar a veintitrés administradoras funcionando en el año 2000. Actualmente existen registradas veintinueve administradoras de fondos de inversión en la Superintendencia de Compañías.

Por consiguiente en 1994 se registraron veinte fondos de inversión los cuales llegaron a ser sesenta en 1998; en el año 2000 tuvieron una disminución quedando cincuenta y nueve fondos activos¹⁹.

A pesar de que las exenciones tributarias siempre han favorecido a los rendimientos que distribuyen los fondos de inversión, el comportamiento que ha tenido su patrimonio neto se ha visto afectado por factores distintos al de las exenciones. Desde 1994 el patrimonio neto de los fondos de inversión tuvo una tendencia creciente hasta alcanzar su máximo en el año 1997 (\$ 510.3 millones de dólares); pero a partir de 1998 el comportamiento fue decreciente llegando a un nivel de \$ 196.7 millones de dólares en el año 2000; esta tendencia decreciente se debió a los siguientes factores:

- Crisis económica
- Devaluaciones del Sucre
- Pérdida de confianza en el sistema financiero – bancario²⁰

Actualmente, las ganancias que distribuyen los fondos de inversión siguen estando exentas del pago del Impuesto a la Renta, el nivel que ha alcanzado el patrimonio neto es de \$ 425.08 millones de dólares²¹, lo que supone un crecimiento del 46.27% en comparación al año 2000.

¹⁹ Datos tomados de “Memoria del Mercado de Valores Ecuatoriano 1994 – 2000”

²⁰ Datos tomados de “Memoria del Mercado de Valores Ecuatoriano 1994 – 2000”

²¹ Calculado al 30 de septiembre de 2006 – Fuente: Mundo BVG – Bolsa de Valores de Guayaquil

Este aparente repunte en el nivel del patrimonio puede deberse débilmente a que las exenciones aún siguen vigentes y con mayor fuerza a las nuevas condiciones que se establecen en la economía ecuatoriana desde el establecimiento de la dolarización en el país.

CAPÍTULO 3: OTROS CASOS

3.1 Introducción

En varios países se han planteado reformas que sirvan de mecanismo de desarrollo de diversos sectores importantes para la economía; en el caso del Mercado de Valores, las reformas que se han aplicado han sido de tipo tributario a manera de exenciones al pago de impuestos por los rendimientos o beneficios que proporcionan las negociaciones en dicho mercado.

Para algunos países de América Latina la creación y establecimiento de incentivos tributarios ha sido una condición fundamental para impulsar el desarrollo del Mercado de Valores mediante la inserción de los mercados a un contexto internacional para atraer la inversión local y extranjera, haciendo que las negociaciones en estos mercados sean más rentables y beneficiosas.

En el caso de Costa Rica, Brasil y México, las ganancias que se obtienen de las negociaciones de los títulos de renta variable se encuentran exentas del pago del impuesto a la renta; estos beneficios van dirigidos tanto a inversionistas nacionales como extranjeros.

Para Chile, que hasta hace algunos años no necesitó incentivos para atraer la inversión a sus mercados, en la actualidad se están formulando mecanismos para reactivar el mercado; entre estas medidas está la eliminación del impuesto a la ganancia de capitales y otras medidas que tendrán como finalidad su reinversión en la Bolsa de Valores.

A continuación se detallan los diversos tipos de incentivos tributarios que han adoptado varios países para contribuir a la expansión del Mercado de Valores.

Cuadro 3.1 - Exenciones tributarias en otros países.

Brasil	Exentos del Impuesto a la Renta: <ul style="list-style-type: none">- Ganancias de capital- Dividendos para inversionistas extranjeros
México	Exentos del Impuesto a la Renta: <ul style="list-style-type: none">- Beneficios de inversiones en renta variable (dividendos) para locales y extranjeros.
Costa Rica	Exentos del Impuesto a la renta: <ul style="list-style-type: none">- Ganancias de capital (locales) Exentos de toda tributación (extranjeros)
Portugal	Exenciones para inversionistas extranjeros – rendimientos de algunas emisiones de deuda pública
Argentina	Exentos del Impuesto a la Renta: <ul style="list-style-type: none">- Beneficios de inversiones en renta fija y variable (solo para inversionistas institucionales).
Perú	Exentos del Impuesto a la Renta: <ul style="list-style-type: none">- Ganancias de capital (valores mobiliarios, títulos en divisas, certificados de participación en fondos de inversión).- Dividendos Exentos del Impuesto sobre Ventas: Intereses generados por bonos emitidos por empresas constituidas en el país.
Bolivia	Exentas del Impuesto a la Renta (Utilidades) e Impuesto al Valor Agregado: <ul style="list-style-type: none">- Ganancias de capital en títulos de renta variable.- Ganancias de capital remesadas al exterior.

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

3.2 Características del mercado

Como referencia para esta tesis se ha tomado en consideración el caso del Mercado de Valores Chileno.

En comparación al Mercado de Valores ecuatoriano, el chileno posee mayor experiencia y profundidad en cuanto tiene mayor tiempo de funcionamiento.

El Mercado de Valores en Chile surge de la necesidad del establecimiento de un mercado especializado donde se efectuaran las transacciones de títulos; y es así como el 27 de noviembre de 1893 se funda la “Bolsa de Comercio de Santiago”, en aquel tiempo ya existían trescientas veintinueve sociedades de las cuales la mayoría se dedicaban a la actividad minera.

Este mercado se ha visto afectado a través de la historia por varios factores, por ejemplo la crisis económica de principios de la década del 30; así comenzó un proceso de deterioro que mantenía estrecha relación con las expectativas de la Segunda Guerra Mundial, así como también la intervención cada vez mayor por parte del Estado en la economía chilena.

Es así, como a partir del 1973 se decidió realizar reformas económicas orientadas a la descentralización, la liberalización de la economía con la adopción del modelo de mercado, la apertura externa y el respeto a la propiedad privada. Desde aquel año el mercado de valores chileno ha tenido un desarrollo caracterizado por un crecimiento en las operaciones bursátiles, la diversificación de instrumentos y la apertura a nuevos mercados.

Otro punto a destacar dentro del desarrollo del Mercado de Valores Chileno fue la apertura de compañías chilenas al mercado internacional²² a través de la emisión de ADR's²³; sin embargo, en este proceso de desarrollo y fortalecimiento hubieron ciertos retrocesos debido a crisis económica del periodo 1981 -1982, ajustes establecidos al inicio de los años 90 así como también de la situación derivada de la crisis asiática.

Cabe mencionar, que este mercado de valores no solo ha evolucionado en cuanto al incremento de los montos negociados sino a tecnologías utilizadas en la industria bursátil que han logrado integrarlo con los mercados financieros internacionales y a la vez han incentivado la participación de los inversionistas en el mercado.

Chile considera al mercado de valores como el lugar donde convergen el ahorro y la inversión²⁴; conocen que la adecuada asignación del ahorro no se da de forma espontánea sino que es necesario la implementación de un marco normativo y legal que proporcione confianza, liquidez, transparencia a los inversionistas y sobre todo que reduzca las distorsiones entre las distintas alternativas de inversión; por ello fue necesario realizar cambios importantes a la legislación chilena y reformas al mercado de capitales con la finalidad de profundizar dicho mercado; a continuación se detallan dichas reformas:

- Ley 19.075 o más conocida como la Ley Opas
- Reforma al mercado de capitales – MK1

Estas dos reformas contribuyeron en los siguientes aspectos tales como: mayor protección a los accionistas minoritarios, fortalecer el

²² Tomado de la reseña histórica de la Bolsa de Comercio de Santiago.

²³ Certificados emitidos por bancos estadounidenses que otorgan propiedad sobre acciones de empresas chilenas.

²⁴ Reporte especial, Calificadora de Riesgo Humphreys Ltda. – Febrero 2006

control interno de empresas que coticen en bolsa, impulsar la emisión de bonos de corto plazo y bonos subordinados (bancos), fomentar el ahorro voluntario, contribuir a la desregulación de compañías de seguros y de administración de fondos, incentivos tributarios a las operaciones en bolsa (productos agrícolas) e incrementar la igualdad tributaria a operaciones transfronterizas²⁵.

Ley Opas

Ley Opas (Oferta Pública de Adquisición de Acciones) se establece en el año 2000 incentivado por la desprotección que existía sobre los accionistas minoritarios en Chile.

La finalidad de esta Ley era promover las inversiones de accionistas minoritarios tanto doméstica como extranjera; de esta manera se buscó reducir los costos de financiamiento al percibirse un menor riesgo en las operaciones y así promover el mercado de capitales al abrir nuevas fuentes de financiamiento para empresas.

Entre los aspectos que contempla la Ley de Opas se encuentran:

- Hacer partícipes a los accionistas minoritarios de los beneficios percibidos por los mayoritarios cuando se vende el control de una empresa.
- Se eliminó el requisito de tener un año de permanencia en el país y el impuesto a las ganancias de capital para inversionistas extranjeros (no residentes).
- Se incluyó normas referentes a la información que deben entregar ejecutivos y accionistas.

²⁵ Reporte especial, Calificadora de Riesgo Humphreys Ltda. – Febrero 2006

- Se incluyó también, la obligatoriedad de que las empresas públicas presenten estados financieros trimestrales y balances anuales auditados.

3.3 Tipos de incentivos

Aunque el establecimiento de la Ley Opas constituyó un pilar fundamental para impulsar el mercado de capitales en Chile, fue necesario realizar reformas posteriores a la Ley por lo que se originó la denominada *MK1* en el periodo 2001 – 2002 orientada a promover el ahorro nacional y fomentar el desarrollo y competencia del mercado financiero.

La reforma MK1 buscó entre otras cosas proveer una nueva opción de financiamiento para nuevas compañías (emergentes) con potencial de crecimiento; mejorar la liquidez del mercado, ofrecer alternativas en cuanto a perfiles de riesgo – retorno y fomentar el ahorro doméstico a largo plazo.

Para alcanzar dichos objetivos establecieron quince medidas²⁶:

1. Efectos de comercio
2. Reducción del Impuesto a los intereses para inversionistas institucionales extranjeros.
3. Eliminación del Impuesto a la ganancia de capital originada por la venta corta de acciones y de bonos
4. Exención del Impuesto a la ganancia de capital
5. Exención del Impuesto a la ganancia de capital para empresas emergentes.

²⁶ Reporte especial, Calificadora de Riesgo Humphreys Ltda. – Febrero 2006

6. Creación de la figura del Inversionista calificado
7. Flexibilización de mecanismos para ahorro voluntario
8. Desregulación de la Industria de seguros
9. Desregulación de la Industria de fondos mutuos
10. Creación de la figura de la Administradora General de Fondos
11. Creación de un Sistema Multifondos de pensiones
12. Eliminación del activo contable depurado
13. Beneficio tributario a transacciones hechas en la Bolsa de Productos Agrícolas.
14. Eliminación del Impuesto a la intermediación bancaria transfronteriza
15. Perfeccionamiento a la Ley de Bancos

En lo concerniente a esta tesis, se detallan a continuación las medidas que guardan relación con los incentivos tributarios.

Reducción del Impuesto a los intereses para inversionistas institucionales extranjeros

Se redujo la tasa del impuesto desde un 35% hasta un 4%, y así igualarla a la tasa que se cobra a los inversionistas extranjeros no residentes por los intereses de instrumentos de renta fija domésticos. Con esto se buscó favorecer a las empresas que no acceden al mercado de emisión en el exterior.

Eliminación del Impuesto a la ganancia de capital originada por la venta corta de acciones y de bonos

Para fomentar la liquidez del mercado se eliminó este impuesto para que los inversionistas puedan realizar una venta corta²⁷ de sus títulos y así otorgar una nueva alternativa de financiamiento.

Exención del Impuesto a la ganancia de capital

Se eliminó el impuesto del 15% a las ganancias de capital derivadas de la venta de acciones con alta presencia bursátil.

Exención del Impuesto a la ganancia de capital para empresas emergentes

Por un periodo de tres años y hasta el año 2006 quedarán exentas del pago de impuestos las ganancias de capital proveniente de la venta de acciones de empresas emergentes²⁸.

Beneficio tributario a transacciones hechas en la Bolsa de Productos Agrícolas

Esta medida consiste en la postergación del pago de IVA para las transacciones de certificados de depósitos²⁹ hasta que el dueño³⁰ del título pida la transferencia de los productos que lo respaldan; esto constituye una forma de financiar el almacenaje de los productos por medio de la Bolsa y así disminuir el costo financiero ligado a la necesidad de almacenar productos que tengan estacionalidad de la producción distinta a la del consumo.

²⁷ Venta y posterior recompra de una acción o bono

²⁸ Sociedades inscritas en el registro de valores y que son transadas en el mercado para empresas emergentes creados por alguna Bolsa de Valores.

²⁹ Certificado emitido por la Bolsa cuando el vendedor entrega el producto para su almacenaje.

³⁰ Comprador del producto

Eliminación del Impuesto a la intermediación bancaria transfronteriza

Se elimina el impuesto del 4% que grava a los intereses aplicados sobre créditos otorgados a los bancos y cuyo uso final es la asignación de préstamos en el extranjero; con esto se buscó promover la internacionalización de la banca chilena.

La mayoría de las medidas anteriormente descritas tuvieron una sola finalidad, la de mejorar la liquidez del mercado de capitales.

Con el paso del tiempo, después de la vigencia de las dos reformas antes descritas, el propio dinamismo del mercado hizo necesaria la elaboración de una nueva reforma que se adapte al funcionamiento que tenía el mercado de capitales en dicho año; es así como el 23 de junio de 2003, el Ministerio de Hacienda presenta una nueva reforma al mercado de capitales, el proyecto que se conoce como *MK2*.

La reforma *MK2* contempla aspectos relacionados al incentivo de la inversión en deuda emitida por los fondos de inversión, crear beneficios tributarios a la inversión en capital en riesgo³¹, simplificar las normas legales que inciden en la administración de las empresas de capital en riesgo, facilitar el desplazamiento de prendas, mejorar la transparencia de la información y actualizar los marcos legales que afectan al mercado de capitales; el objetivo principal de esta reforma fue facilitar y disminuir el costo del financiamiento para proyectos emergentes desarrollados por empresarios innovadores, es decir, promover la industria del capital de riesgo³².

³¹ Capital que se destina al financiamiento de proyectos cuyos resultados esperados son de gran incertidumbre por corresponder a actividades riesgosas o a la incursión en nuevas actividades.

³² Tomado de Reporte especial, Calificadora de Riesgo Humphreys Ltda. – Febrero 2006

Esta reforma se resume en seis puntos que se describen a continuación:

1. Incentivar el desarrollo de la Industria del capital de riesgo
2. Aumentar la eficiencia en la Administración y promover la contratación comercial sofisticada – Reducción de los costos de transacción
3. Profundizar las reformas de perfeccionamiento de los gobiernos corporativos.
4. Fortalecimiento de mecanismos de los mecanismos de ahorro previsional voluntario.
5. Fortalecer los mecanismos de fiscalización, potestades de control, sanción y coordinación.
6. Actualizar textos legales.

De igual forma que en el análisis de la reforma MK1, se detallan a continuación las reformas referentes a los incentivos tributarios.

Incentivar el desarrollo de la Industria del capital de riesgo

Esta medida incluye dos tipos de incentivos: los de fomento y los tributarios.

Dentro de los incentivos tributarios se encuentra la exención, de manera temporal, del pago del impuesto a la ganancia de capital a los tenedores de acciones de sociedades que cumplan con varios requisitos de formación y que decidan enajenar sus acciones o parte de su capital accionario en la Bolsa de Valores a personas que no estén relacionadas a los principales accionistas de la sociedad; el monto máximo exento es

de UF³³ 10.000; con esto se busca promover el desarrollo de proyectos innovadores.

Traspaso de rentas exentas; los ingresos por rentas exentas de impuesto de los activos subyacentes que mantienen los fondos de inversión podrán ser traspasados a los tenedores de cuotas de fondos para así evitar la distorsión tributaria que desfavorecía a la inversión a través de los fondos de inversión.

Es así como el conjunto de reformas que se han elaborado en Chile pretende modernizar el mercado de capitales permitiéndoles mejorar los estándares de operación a nivel internacional. Es por ello que actualmente este país se encuentra a la cabeza de la región y de los países emergentes en materia de modernización y tecnificación del mercado de capitales.

³³ Unidad de Fomento – Medida reajutable basada en la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), actualmente se reajusta diariamente siendo calculada al principio de cada mes para el periodo comprendido entre el día 10 de dicho mes y el día 9 del siguiente mes.

**CAPÍTULO 4:
PRINCIPALES REFORMAS
PROPUESTAS**

4.1 Descripción de las reformas

Antes de plantear las reformas propuestas es necesario enunciar las exenciones que aún se encuentran vigentes después de las reformas que sufrió la Ley de Mercado de Valores Ecuatoriano; a continuación se detallan las exenciones:

- Exonerados del pago del Impuesto a la Renta los rendimientos financieros distribuidos por los fondos de inversión y fideicomisos de inversión a los beneficiarios.
- Exonerados del pago del Impuesto a la Renta las ganancias de capital provenientes de la compra – venta de valores, acciones, participaciones y derechos de sociedades.
- Exonerados del pago de Impuesto a la Renta las transferencias de dominio en los procesos de titularización mas no las ganancias de capital y los rendimientos financieros que generen éstos.

Para el caso Chileno, tomado como modelo para el desarrollo de este trabajo, las exenciones que se encuentran vigentes se detallan a continuación:

- Reducciones del Impuesto a los Intereses para inversionistas extranjeros. (del 35% al 4%)
- Exención del Impuesto a las ganancias de capital (venta de acciones con alta presencia bursátil; acciones de empresas consideradas con capital en riesgo).
- Exención del Impuesto a las ganancias de capital originada por la *venta corta*³⁴ de acciones y bonos.

³⁴ Venta y una posterior recompra de la acción o bono.

Basándonos en lo anteriormente descrito podemos definir ciertas reformas que ayudarán al desarrollo del mercado de valores; para ello es necesario determinar previamente que títulos se verán afectados por las reformas a proponerse.

El comportamiento del mercado del mercado de valores por tipo de renta se detalla a continuación:

Cuadro 4.1 – Volumen de negociación bursátil en las Bolsas de Valores del país.

Negociaciones bursátiles por tipo de renta (en miles de dólares) Enero - Julio / 2006			
Tipo de renta	BVG	BVQ	Total
Fija	1,023,301	1,006,342	2,029,643
Variable	17,034	43,088	60,122

Elaborado por: Superintendencia de Compañías – Boletín Julio 2006

Como podemos observar, el mercado de renta variable es al cual deben ir enfocadas las reformas propuestas debido a que presenta un nivel bajo de montos negociados en relación al monto negociado en renta fija.

A continuación se detallan las reformas propuestas:

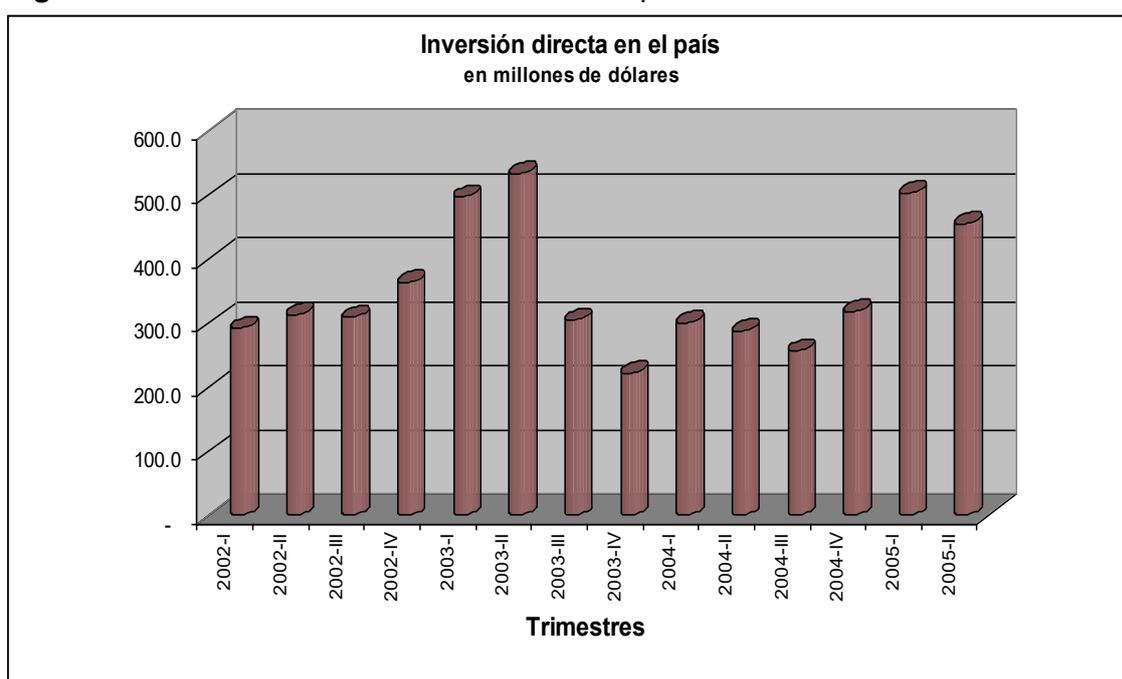
4.1.1 Incentivos a la inversión extranjera en el mercado de valores ecuatoriano.

Para plantear esta reforma debemos fijarnos en un punto importante de la Balanza de Pagos, la Inversión directa en el país que abarca todas las transacciones realizadas entre un residente

de una economía externa con una entidad residente en el Ecuador.

Veamos cual ha sido el comportamiento de la inversión directa en los últimos trimestres. (Ver Anexo 11)

Figura 4.1 – Volumen de inversión directa en el país



Fuente: Banco Central del Ecuador

Como toda inversión, este capital proveniente del exterior genera rendimientos para aquellos agentes inversionistas; en el Ecuador los rendimientos generados por la inversión extranjera están gravados por un Impuesto lo que se denomina en el país como Porcentaje de Retención; los rendimientos percibidos por los agentes extranjeros por las inversiones que realizan en nuestro país están sujetos a la Retención en la Fuente – Impuesto a la Renta del 25%; es decir que las ganancias de dichos agentes se verán disminuidas por este porcentaje.

El caso de Chile, los rendimientos que percibían los extranjeros estaban gravados con el 35% y con la aplicación de las reformas se disminuyó este porcentaje hasta el 4%.

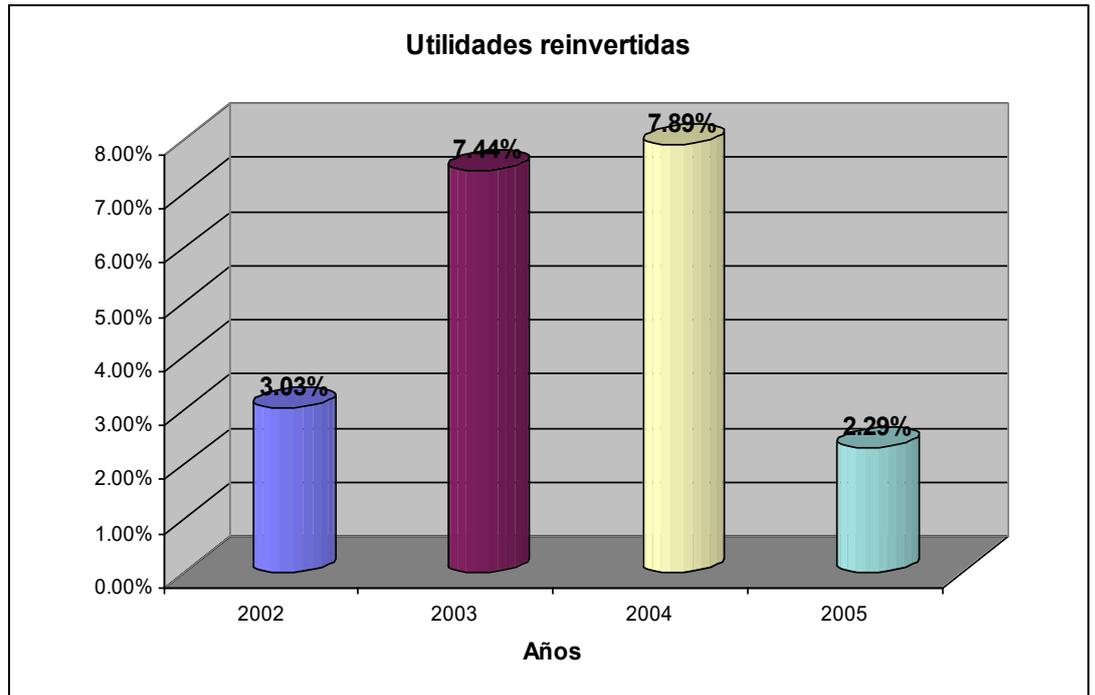
Cabe mencionar que las utilidades que se reinvierten desde el exterior representan, en relación al total invertido de cada año, un mínimo porcentaje (Ver Anexo 19) lo que cual refleja que sería apropiado establecer incentivos para que las ganancias que se originan por la inversión extranjera se reinviertan en el país.

Para el caso ecuatoriano la propuesta que expongo a manera de incentivo tributario es una disminución en la base imponible para dicha retención.

Esta propuesta funciona a manera de descuento previo a la aplicación de la retención en la fuente del 25%; el porcentaje de descuento o de disminución de la base imponible guardaría relación con el porcentaje de utilidades que se reinvirtieron en el año anterior.

A continuación se muestra como ha variado el porcentaje de utilidades reinvertidas en los últimos cuatro años.

Figura 4.2 - Porcentaje de utilidades reinvertidas en el país



Fuente: Banco Central del Ecuador

Como podemos observar, no existe una tendencia clara sobre el porcentaje de reinversión, lo que nos lleva a concluir que la decisión de reinvertir utilidades es independiente ó no se encuentra influenciada por el porcentaje de Retención en la Fuente.

Es por ello que propongo que la disminución en la base imponible de dicha retención se base en el porcentaje que se reinvirtió en el año inmediato anterior. La propuesta se basa en que la disminución o descuento en la base sería como una gratificación al inversionista extranjero de que las ganancias generadas se queden dentro del país o al menos una mayor proporción de dichas ganancias se reinviertan; es decir, a mayor porcentaje de reinversión mayor será la disminución de la base sobre la cual se calcula la retención, generando así mayores beneficios y ganancias para los inversionistas extranjeros.

4.1.2 Incentivos a la inversión local en el Mercado de Valores ecuatoriano.

4.1.2.1 Empresas que no cotizan actualmente en el Mercado de Valores (Oferta)

Anteriormente hemos mencionado que el mercado de valores puede servir como medio de financiamiento para proyectos de las empresas, pero para que exista el incentivo a formar parte del mercado bursátil es necesario definir ciertas regulaciones que incentiven y que establezcan las ventajas de financiarse a través del mercado de valores que por medio del sector bancario.

Hasta el año 2005, de las 47.052 empresas que declararon impuesto a la renta³⁵ solo el 0.30%³⁶ constituyen emisores registrados en las Bolsas de Valores del país (Guayaquil y Quito).

Muchas de estas empresas a pesar de ser representativas en algún sector de la economía y de encontrarse dentro del grupo de las empresas que más tributan en el país, no forman parte de las Bolsas de Valores del país lo que hace suponer que la forma que tienen de financiar los proyectos productivos es mediante endeudamiento sea éste bancario o aportaciones de socios.

La propuesta que describo a continuación va encaminada a establecer un incentivo tributario a la

³⁵ Impuesto a la Renta Personas Jurídicas – Declaraciones presentadas a través del Formulario 101.

³⁶ Ver anexo empresas emisoras en el mercado de valores

apertura del capital de una empresa al mercado bursátil mediante la emisión de acciones (mercado primario); cabe recalcar que el porcentaje del capital sobre el cual las empresas decidan emitir las acciones será importante en el momento de establecer las exoneraciones tributarias.

La propuesta establece que si una empresa elige realizar una emisión de acciones que represente un determinado porcentaje del capital que mantiene la empresa, la base imponible sobre la cual se calculará el impuesto a la renta se verá disminuida en dicho porcentaje; sobre el valor restante de la base se podría aplicar dos formas de exenciones:

- Exoneración del pago del impuesto a la renta sobre dicho valor.
- Aplicación de un porcentaje inferior de impuesto a la renta (como ocurre en la reinversión de utilidades).

A partir de lo anteriormente descrito, es necesario evaluar el impacto que tendría en la recaudación del Impuesto a la Renta la aplicación de cualquiera de los dos incentivos.

Para este análisis se han considerado los valores recaudados del Impuesto a la renta de Personas Jurídicas del año 2005.

- *Exoneración del Impuesto a la Renta*

Para fines explicativos se considerará que las empresas han decidido realizar una emisión de

acciones que represente el 10% del capital que mantienen actualmente.

Para este caso, el 10% de la base imponible estará totalmente exenta del impuesto a la renta.

Tabla 4.1 – Impuesto a la renta recaudado 2005

Impuesto causado 2005	Base Imponible
856,171,043.29	3,424,684,173.14

Fuente: Servicio de Rentas Internas

Tabla 4.2 – Variación de la recaudación aplicando la exoneración del Impuesto a la Renta.

Base disminuida	Impuesto causado (nuevo)	Lo que deja de percibir el Estado
3,082,215,755.83	770,553,938.96	85,617,104.33

Elaborado por: Autora de tesis

Es decir, el impuesto recaudado se verá disminuido exactamente en la misma proporción que las empresas decidan destinar a la emisión de acciones. El estado dejaría de percibir \$ 85,617,104.33 que representa el 10% del impuesto causado originalmente.

Los resultados anteriormente presentados han sido calculados considerando el total de la recaudación nacional, pero la misma conclusión se aplica para el caso individual de las empresas.

Es necesario resaltar que no todas las empresas están dispuestas a realizar una emisión primaria de acciones o que la proporción que destinen varía según las políticas de cada empresa; es decir que en el agregado el impuesto total causado se verá afectado por las decisiones de cada empresa.

- *Aplicación de un porcentaje inferior del Impuesto a la renta.*

En este caso, se tomará como referencia el porcentaje de impuesto a la renta que cancelan las empresas que deciden reinvertir sus utilidades; esto se sustenta en que la reinversión y la emisión de acciones incrementan el capital de la empresa con la única diferencia es la fuente de donde provienen los recursos.

De igual forma que en el caso anterior, para fines explicativos se considerará que las empresas deciden realizar una emisión que represente el 10% del capital que mantienen.

Para este caso el 10% de la base imponible para el cálculo del impuesto a la renta estará gravado con el 15% de impuesto.

Tabla 4.3 – Impuesto a la renta recaudado 2005

Impuesto causado 2005	Base Imponible
856,171,043.29	3,424,684,173.14

Fuente: Servicio de Rentas Internas

Tabla 4.4 – Variación de la recaudación aplicando un porcentaje inferior del Impuesto a la Renta.

Impuesto causado 25%	Impuesto causado 15%	Impuesto causado total
770,553,938.80	51,370,262.60	821,924,201.40

Elaborado por: Autora de tesis

Con la aplicación de esta propuesta el estado dejaría de percibir \$ 34,246,841.80 que representa el 4% del impuesto causado original.

Lo anteriormente descrito ha sido calculado con el monto total recaudado en el país, pero los resultados también son aplicables en el caso individual de una empresa.

En la aplicación de esta propuesta, el porcentaje del impuesto que el estado dejaría de percibir variaría conforme al porcentaje que las empresas quieran destinar a la emisión de acciones y al número de empresas que se acogerían a esta opción.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Conclusiones

Al culminar este trabajo, luego del análisis de la evolución y reformas de la Ley del Mercado de Valores, y del comportamiento del mismo en los años de análisis, se pudo concluir lo siguiente:

- En relación a la primera hipótesis de esta tesis: “La exenciones tributarias y las reformas planteadas hasta hoy han tenido impacto en el desarrollo del mercado bursátil”; las exenciones planteadas en la ley no han tenido impacto en el desarrollo del Mercado de Valores en general, por cuanto el comportamiento varios documentos que se transan en el mercado se vieron influenciados por la aplicación de dichas reformas; en cambio, el comportamiento de otros documentos es independiente de que si las exenciones estén vigentes o no, como es el caso de los Certificados de depósitos a la vista; ó, se afectan levemente por dichas exenciones.
- En relación a la segunda hipótesis: “El número de empresas que se han acogido al beneficio tributario es inferior al número de empresas registradas en la superintendencia de compañías”; en la actualidad la Superintendencia de Compañías hasta Julio del 2006 registró 31,183 empresas de las cuales solo 142 participan como emisores en el Mercado de Valores, es decir el 0.46% del total de compañías registradas.
- El mercado de valores ecuatoriano no está lo suficientemente desarrollado en comparación a otros países de la región.

- A pesar de existir exenciones tributarias claramente estipuladas en la Ley del Mercado de Valores, éstas no son suficientes o no han sido bien difundidas en el mercado para promover la inversión y el desarrollo del mercado bursátil.
- El Mercado de Valores ecuatoriano, además de los incentivos ya planteados, necesita difusión de su mecanismo, ventajas y beneficios que ofrece para promover el desarrollo de la Bolsa de Valores.

Recomendaciones

- Es necesario que las Bolsas de Valores en el país promuevan los beneficios que generan las inversiones en el mercado de valores puesto que actualmente el mercado muestra que las inversiones solo se pueden canalizar por medio del sector bancario.
- El mercado de valores al funcionar como medio de financiamiento para proyectos, debe promover esta vital función entre las empresas nuevas para que de esta manera encuentren una fuente de financiamiento menos arriesgado que el financiamiento por medio del sector bancario.
- Más allá de todos los beneficios e incentivos que otorgue el Mercado de Valores ecuatoriano, es de suma importancia que se promueva al mercado como tal, pues en nuestro país existe un desconocimiento de la mayor parte de la población sobre las operaciones que se realizan en este mercado y sobre el funcionamiento de la Bolsa de Valores,

A N E X O S

(Ver archivo adjunto)

Anexo 1

1993	
Exenciones del Impuesto a la Renta incluidos en la Ley del Mercado de Valores	Las ganancias de capital, utilidades, beneficios o rendimientos financieros distribuidos por los fondos de inversión y fideicomisos de inversión a sus beneficiarios.
	Las ganancias originadas por enajenación de acciones hechas a través de las bolsas de valores del país hasta el año 2000.
	Los intereses que generen las obligaciones emitidas por las sociedades sujetas a la vigilancia y control de la Superintendencia de Compañías.
	La variación del valor en suces del principal o capital de las obligaciones contratadas en unidades de valor constante.
	El 50% del valor efectivamente pagado en numerario, durante el respectivo ejercicio fiscal, por concepto de adquisición primaria de acciones objeto de oferta pública.*
	El 50% de la emisión de acciones que haya sido objeto de colocación primaria a través de las Bolsas de Valores y a través de oferta pública.**
	Cualquier clase de rendimientos financieros, así como las ganancias provenientes de la transferencia de acciones que se transen por medio de la bolsa de valores no formarán parte de la renta global y se someterán al impuesto único del ocho por ciento. Al mismo tratamiento se sujetarán los rendimientos que perciban los fondos de inversión.
Exenciones en la Ley de Régimen Tributario Interno	Los dividendos y utilidades calculados después del pago del impuesto a la renta.
	Rendimientos de los títulos valores emitidos por Instituciones públicas y las instituciones de derecho público legalmente autorizadas.
	Los intereses que generen las cédulas hipotecarias, bonos de garantía y bonos de prenda.

* Tendrá vigencia hasta el año 2000 inclusive y no podrá exceder el 50% de la base imponible del correspondiente ejercicio. El saldo no utilizado podrá ser deducido en ejercicios posteriores hasta un límite de 5 años.

** Tendrá vigencia hasta el año 2000 inclusive y no podrá exceder el 50% de la base imponible del correspondiente ejercicio. El saldo no utilizado podrá ser deducido en ejercicios posteriores hasta un límite de 5 años.

Anexo 2

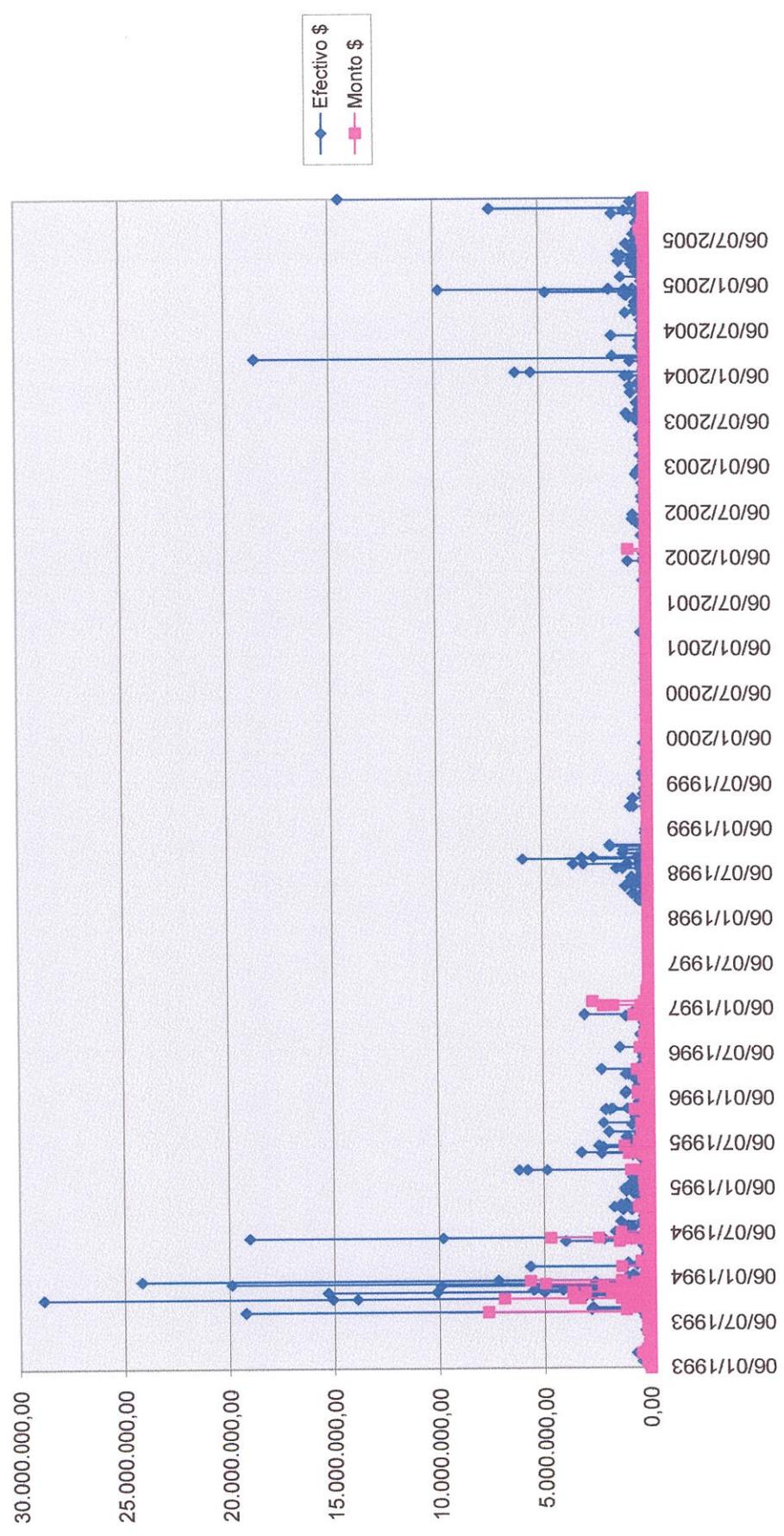
1993	1998	1999
Las ganancias de capital, utilidades, beneficios o rendimientos financieros distribuidos por los fondos de inversión y fideicomisos de inversión a sus beneficiarios.	Vigente	Vigente (Se incorporan los Fondos de cesantía)
Las ganancias originadas por enajenación de acciones hechas a través de las bolsas de valores del país hasta el año 2000.	Suprimido Ley 51 R.O. 349 31-XII-93	Suprimida
Los intereses que generen las obligaciones emitidas por las sociedades sujetas a la vigilancia y control de la Superintendencia de Compañías.	Suprimido Ley 51 R.O. 349 31-XII-93	Suprimida
La variación del valor en sures del principal o capital de las obligaciones contratadas en unidades de valor constante.		
El 50% del valor efectivamente pagado en numerario, durante el respectivo ejercicio fiscal, por concepto de adquisición primaria de acciones objeto de oferta pública.*	Suprimido Ley 51 R.O. 349 31-XII-93	Derogado Ley 24 Art. 19 R.O. 181 30-IV-99
El 50% de la emisión de acciones que haya sido objeto de colocación primaria a través de las Bolsas de Valores y a través de oferta pública.**	Suprimido Ley 51 R.O. 349 31-XII-93	Derogado Ley 24 Art. 19 R.O. 181 30-IV-99
Cualquier clase de rendimientos financieros, así como las ganancias provenientes de la transferencia de acciones que se transen por medio de la bolsa de valores no formarán parte de la renta global y se someterán al impuesto único del ocho por ciento.	Suprimido Ley 51 R.O. 349 31-XII-93	Suprimida
	Las ganancias o utilidades, sean cuales fueren las fuentes de que provengan, que distribuyan los fondos de inversión.	Vigente
	Las ganancias de capital provenientes de la compra venta de valores y de acciones, participaciones y derechos de sociedades	Vigente
	Procesos de titularización: transferencia de dominio	Vigente
	Procesos de titularización: rendimientos financieros y ganancias de capital	Derogado Ley 24 Art. 19 R.O. 181 30-IV-99

Exenciones del Impuesto a la Renta
Incluidos en
la Ley del Mercado de Valores

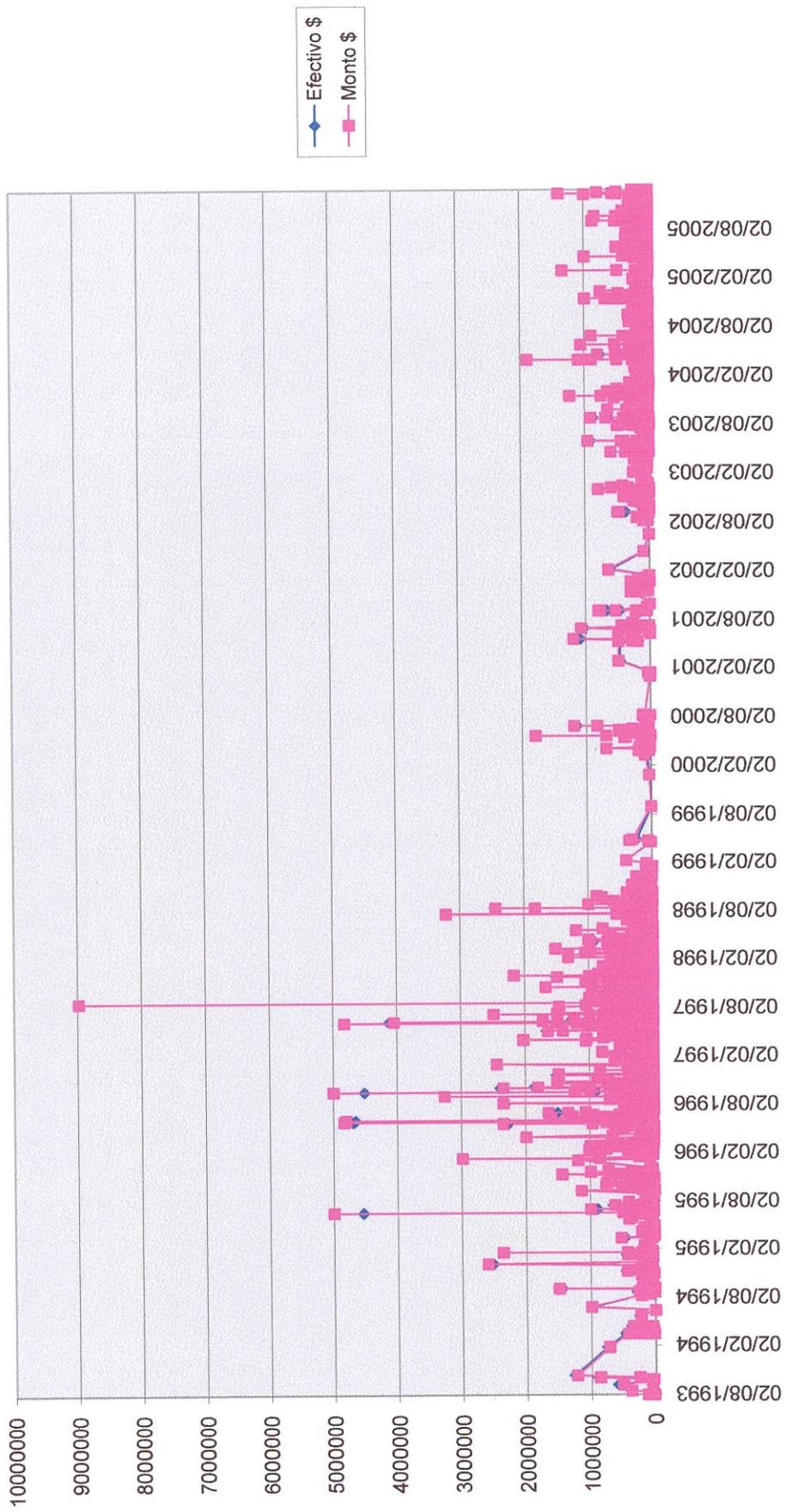
**Exenciones en la Ley
de
Régimen Tributario
Interno**

<u>1993</u>	<u>1998</u>
Los dividendos y utilidades calculados después del pago del impuesto a la renta.	Vigente
Rendimientos de los títulos valores emitidos por Instituciones públicas y las Instituciones de derecho público legalmente autorizadas.	Vigente
Los intereses que generen las cédulas hipotecarias, bonos de garantía y bonos de prenda.	Vigente

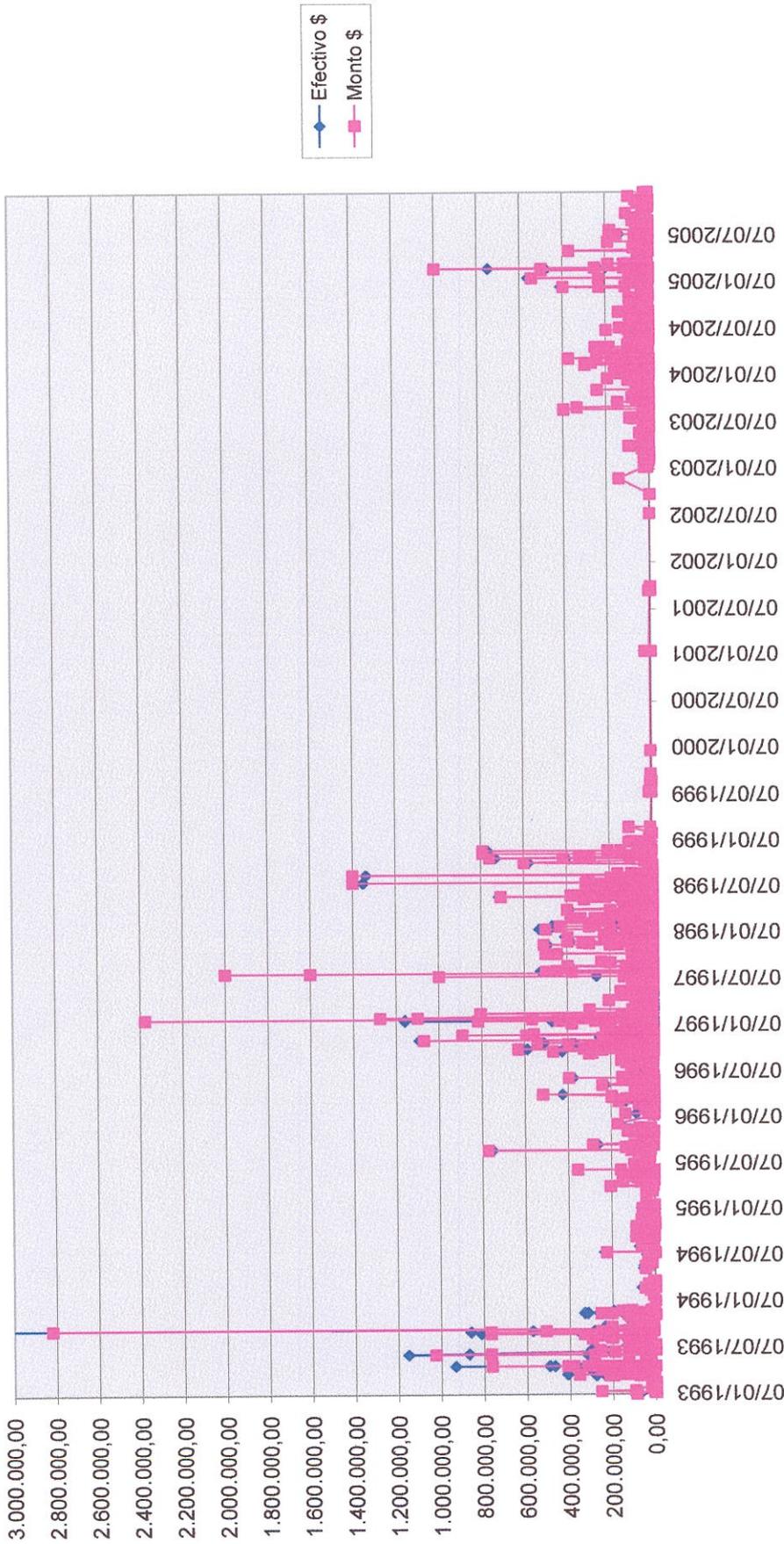
Anexo 3 Evolución de Negociaciones de Acciones



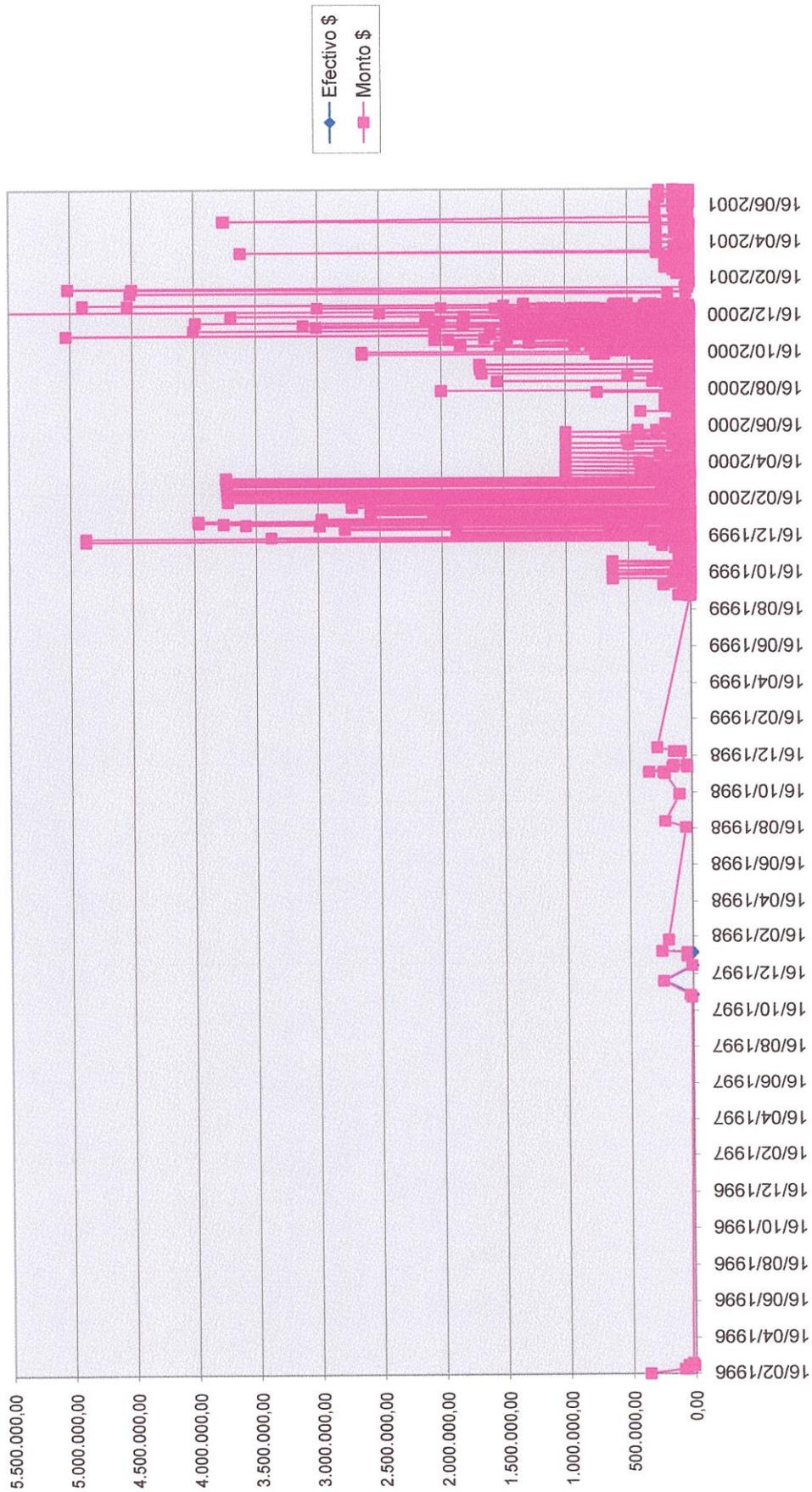
Anexo 4 Evolución de Negociaciones de Obligaciones



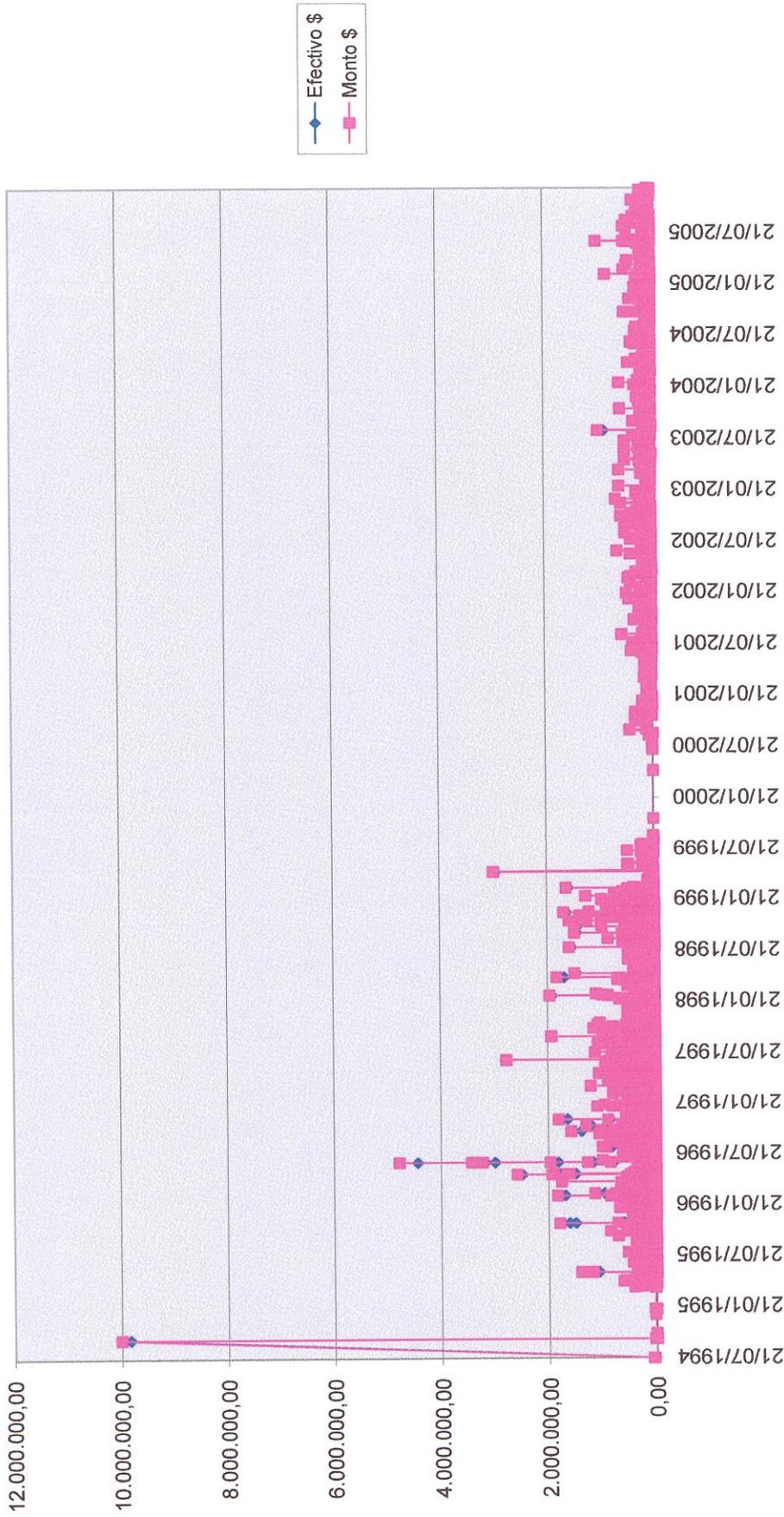
Anexo 5
Evolución de Negociaciones de Cédula Hipotecaria



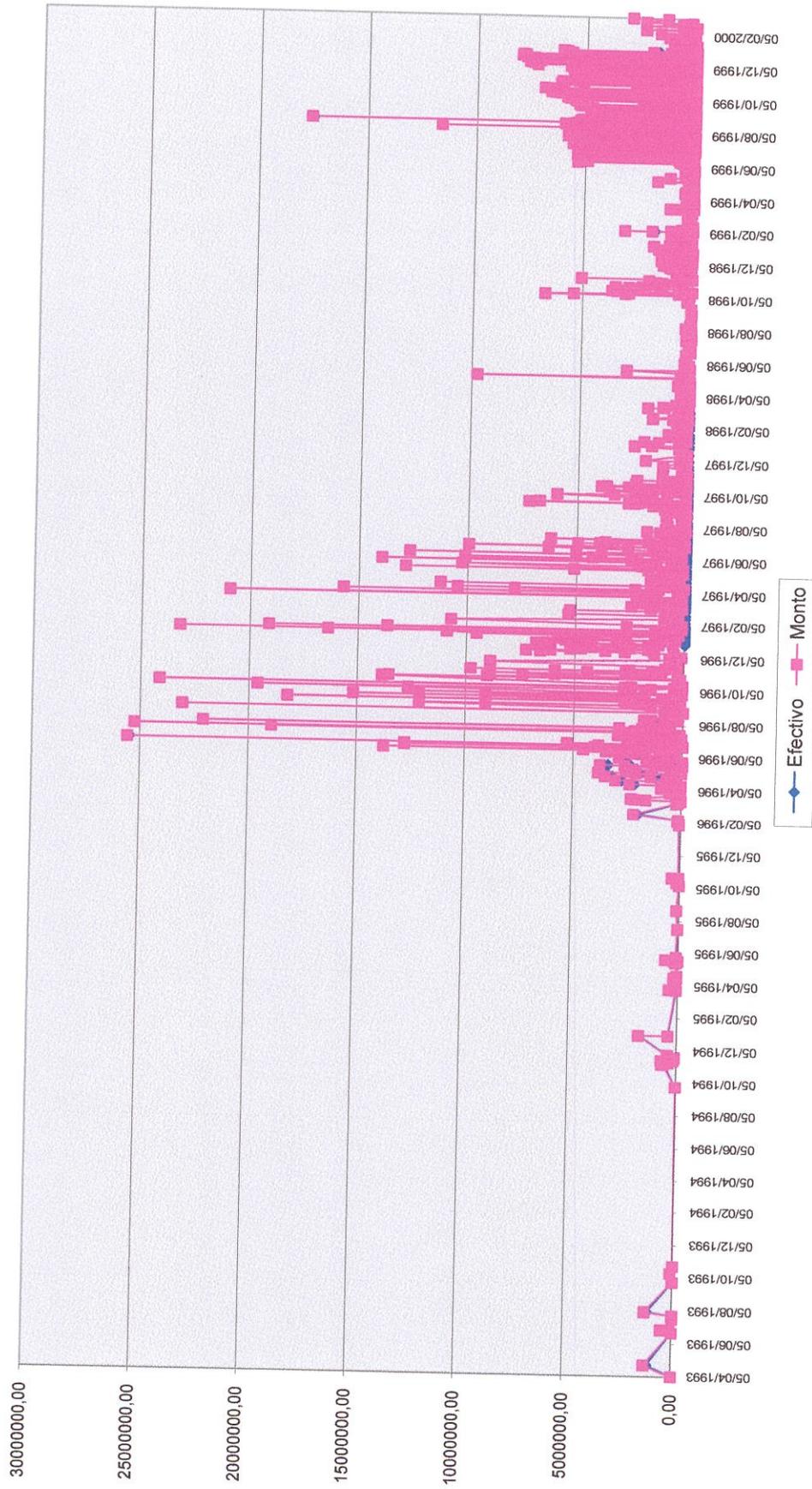
Anexo 6
Evolución de Negociaciones de
Certificados de depósitos a la vista



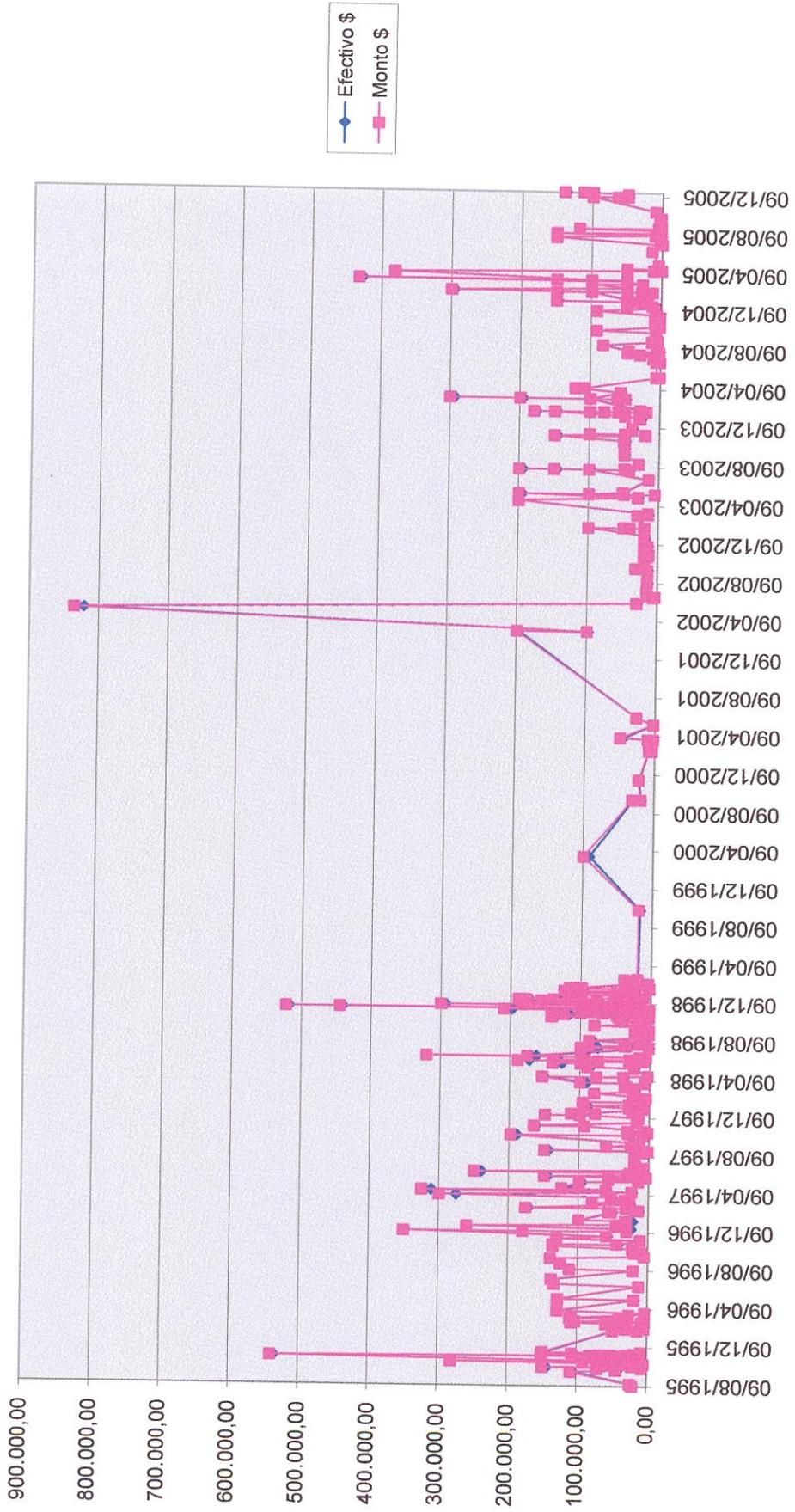
Anexo 7 Evolución de Negociaciones de Letras de cambio



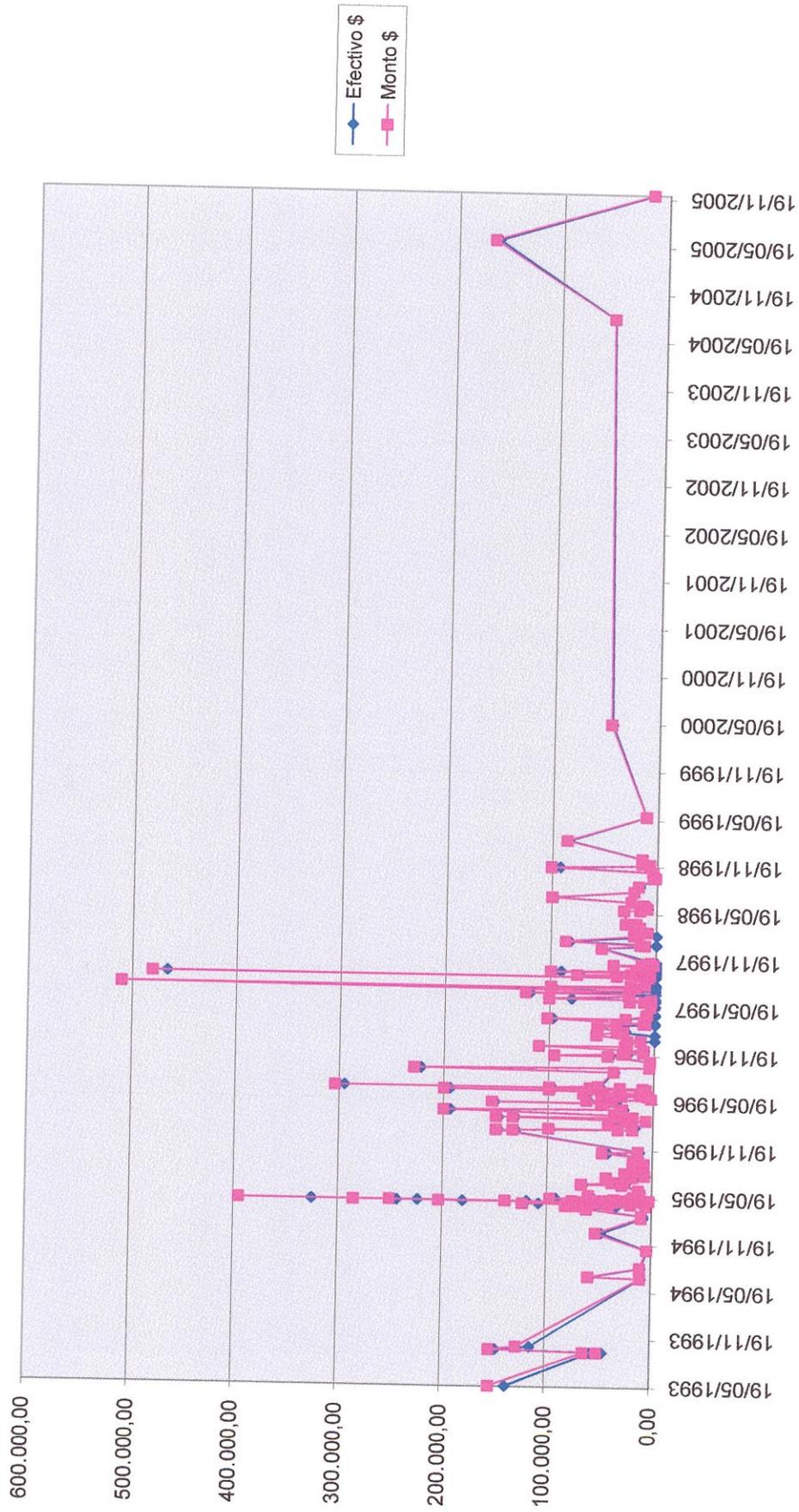
Anexo 8 Evolución de negociaciones - Bonos Estabilización Monetaria



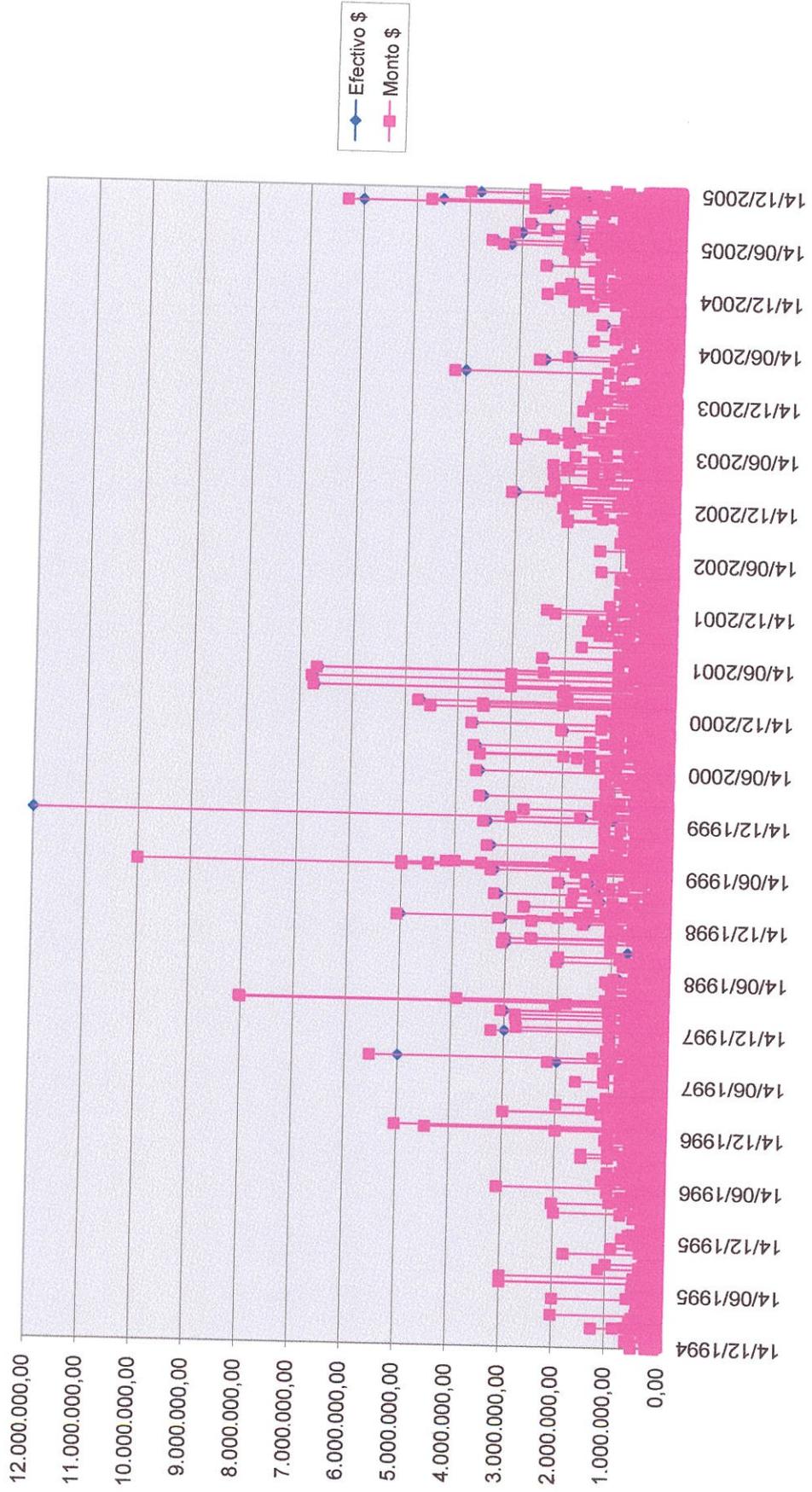
Anexo 9
Evolución de Negociaciones de Aceptación bancaria



Anexo 10
Evolución de Negociaciones de Carta de crédito doméstica



Anexo 11
Evolución de Negociaciones de los Certificados de Depósitos a Plazo

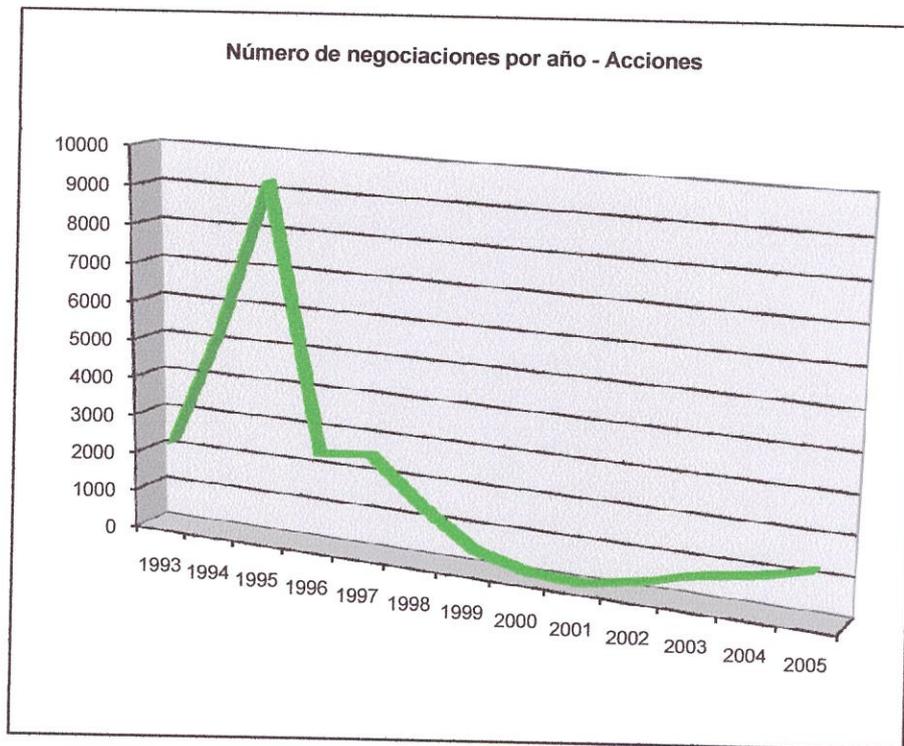


Anexo 12
Evolución de Negociaciones de Certificado de Tesorería Nacional



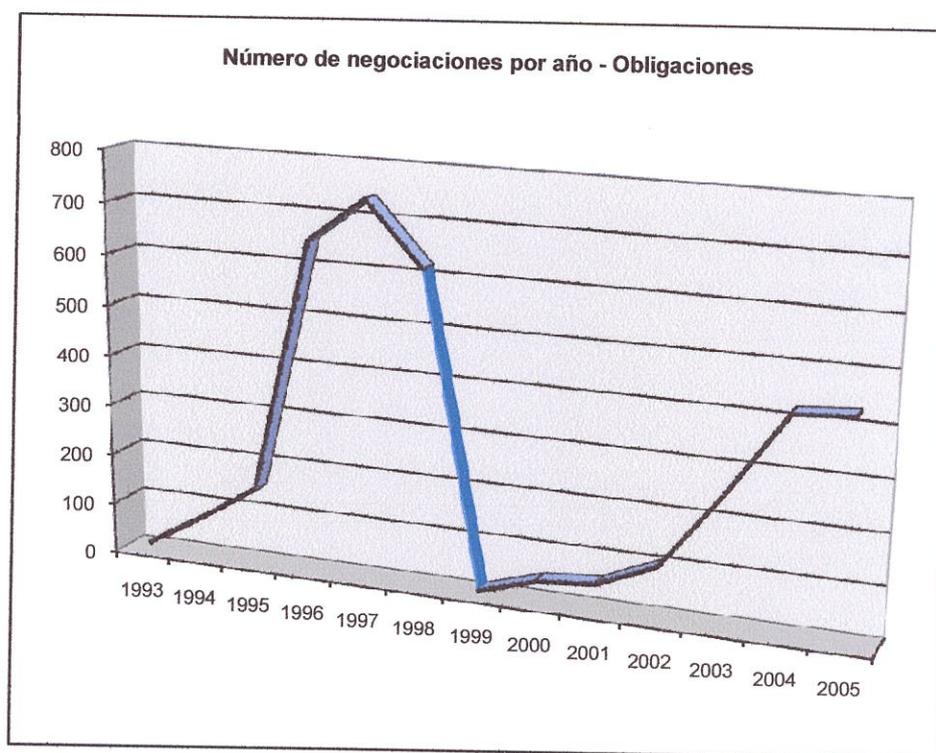
Anexo 13

Número de negociaciones	Años	
2199	1993	8,13%
5304	1994	19,62%
9270	1995	34,29%
2424	1996	8,97%
2566	1997	9,49%
1411	1998	5,22%
491	1999	1,82%
136	2000	0,50%
64	2001	0,24%
317	2002	1,17%
691	2003	2,56%
910	2004	3,37%
1253	2005	4,63%
27036		



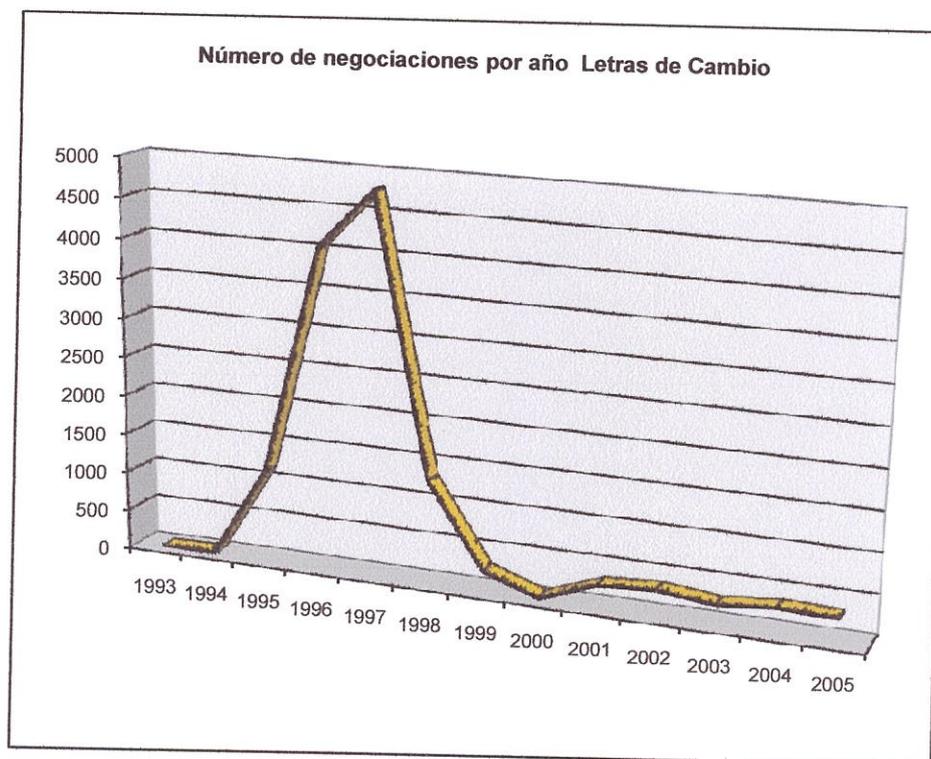
Anexo 14

Número de negociaciones	Años	
17	1993	0,48%
82	1994	2,29%
153	1995	4,28%
652	1996	18,22%
738	1997	20,63%
618	1998	17,27%
11	1999	0,31%
46	2000	1,29%
56	2001	1,57%
106	2002	2,96%
254	2003	7,10%
418	2004	11,68%
427	2005	11,93%
3578		



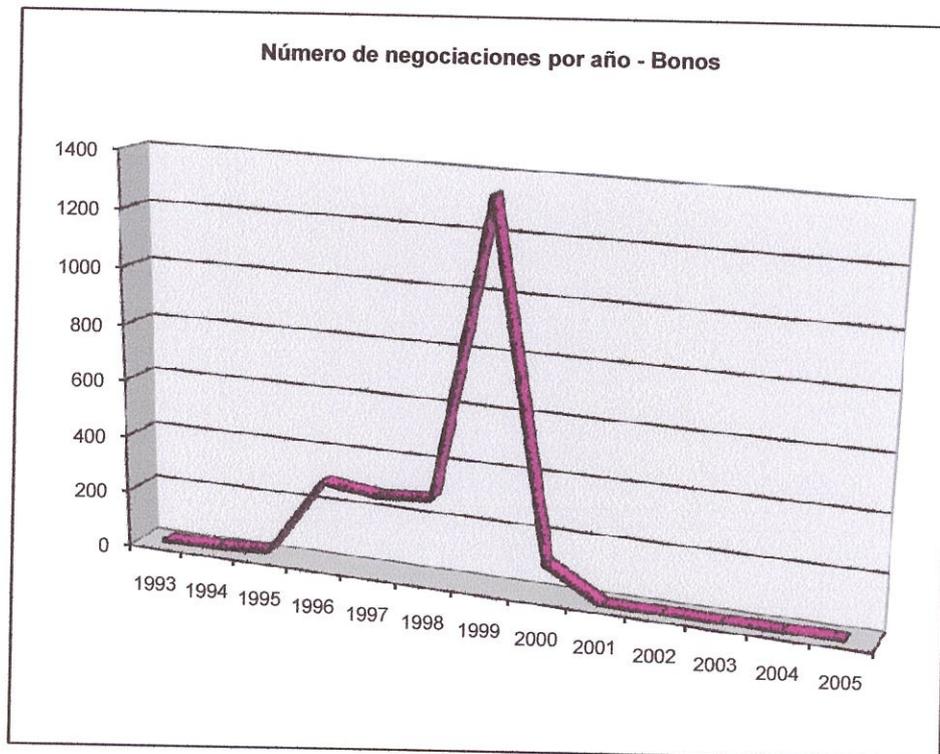
Anexo 15

Número de negociaciones	Años	
0	1993	0,00%
17	1994	0,13%
1177	1995	8,89%
4065	1996	30,70%
4789	1997	36,17%
1315	1998	9,93%
274	1999	2,07%
36	2000	0,27%
300	2001	2,27%
345	2002	2,61%
270	2003	2,04%
338	2004	2,55%
315	2005	2,38%
13241		



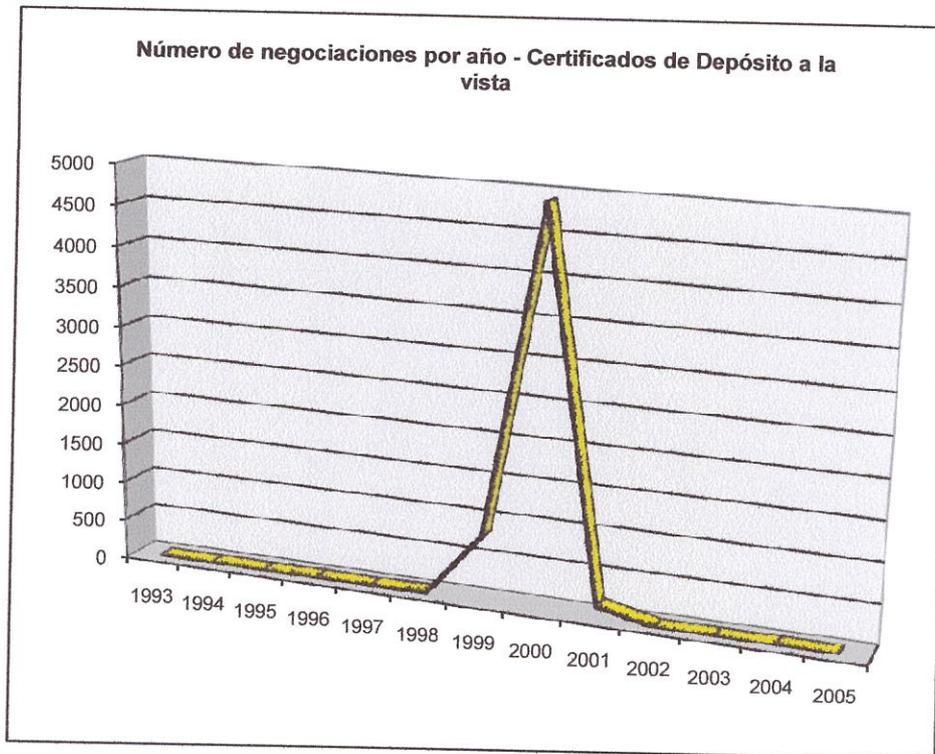
Anexo 16

Número de negociaciones	Años	
12	1993	0,51%
11	1994	0,47%
25	1995	1,06%
298	1996	12,64%
273	1997	11,58%
289	1998	12,26%
1334	1999	56,57%
116	2000	4,92%
0	2001	0,00%
0	2002	0,00%
0	2003	0,00%
0	2004	0,00%
0	2005	0,00%
2358		



Anexo 17

Número de negociaciones	Años	
0	1993	0,00%
0	1994	0,00%
0	1995	0,00%
6	1996	0,10%
4	1997	0,07%
20	1998	0,34%
838	1999	14,11%
4906	2000	82,63%
163	2001	2,75%
0	2002	0,00%
0	2003	0,00%
0	2004	0,00%
0	2005	0,00%
5937		

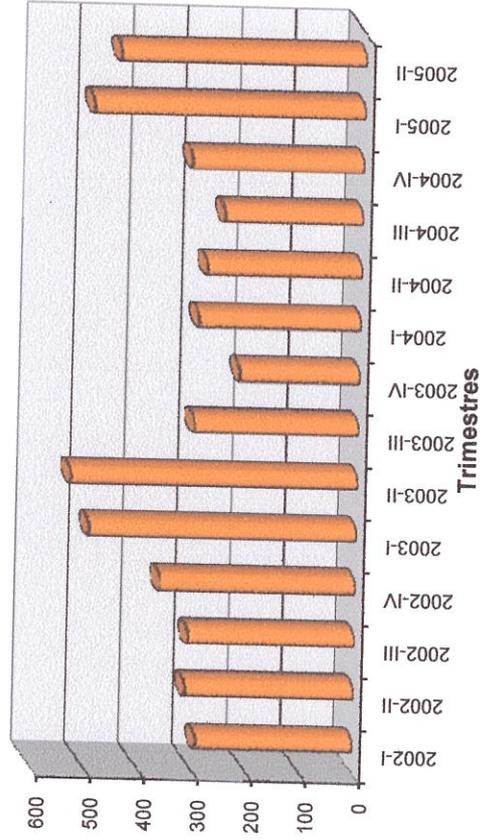


Anexo 18

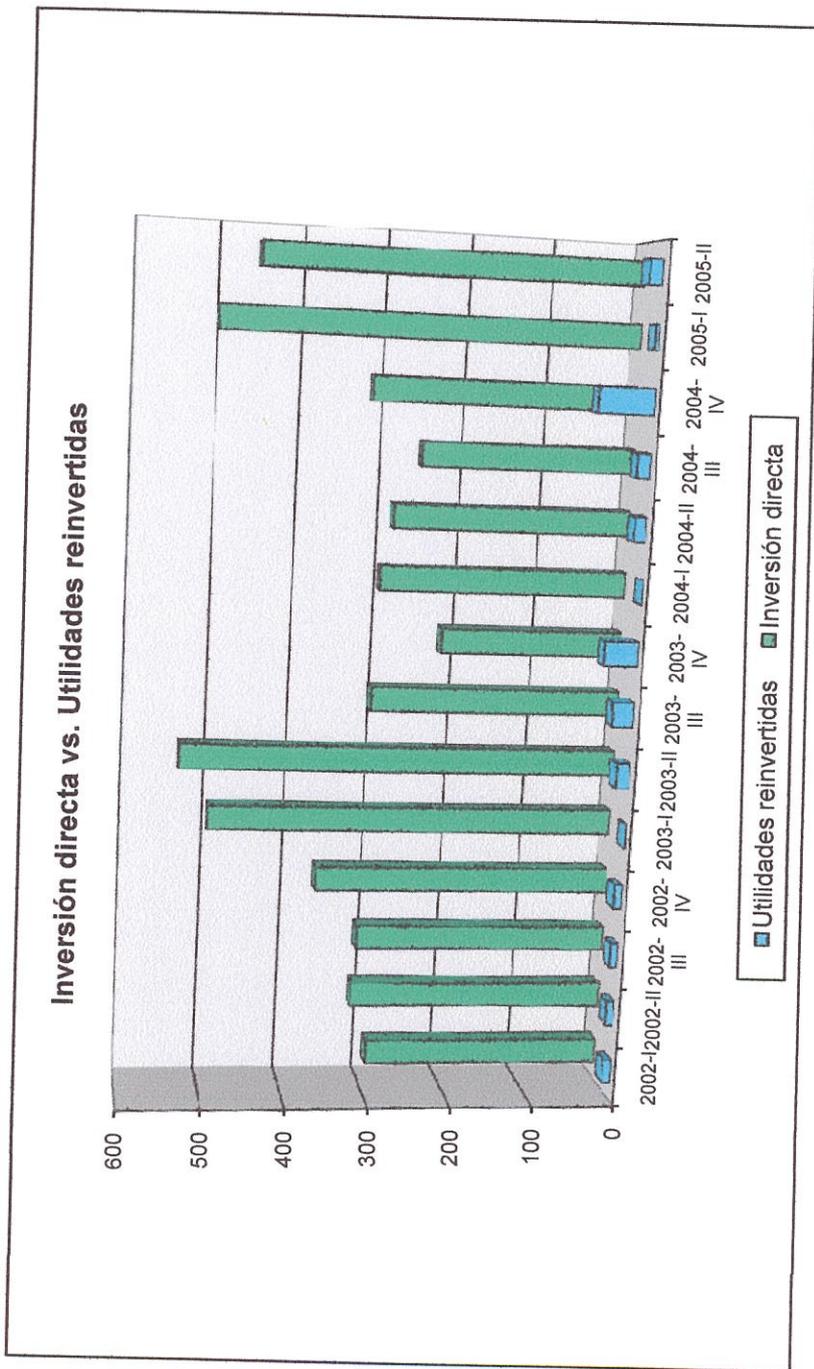
Inversión Directa en el país (en millones de dólares)

Transacción / Periodo	Trimestres													
	2002-I	2002-II	2002-III	2002-IV	2003-I	2003-II	2003-III	2003-IV	2004-I	2004-II	2004-III	2004-IV	2005-I	2005-II
En el extranjero	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
En el país	291,2	312,9	308,6	362,6	496,3	532,2	304,3	221,9	299,8	286,9	255,9	317,7	502,2	454,4
Acciones y otras participaciones de capital	7,7	27,2	43,7	100,8	78,4	47,8	31,8	48,6	36,3	30,0	24,5	54,6	28,9	35,2
Activos frente a inversionistas directos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos frente a inversionistas directos	7,7	27,2	43,7	100,8	78,4	47,8	31,8	48,6	36,3	30,0	24,5	54,6	28,9	35,2
Utilidades reinvertidas	9,6	9,6	9,6	9,6	0,5	16,6	25,5	40,3	0,1	14,0	15,2	65,9	4,9	16,4
Otro capital	273,9	276,1	255,3	252,2	417,5	467,8	247,1	133,0	263,4	243,0	216,1	197,2	468,4	402,8
Activos frente a inversionistas directos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos frente a inversionistas directos	273,9	276,1	255,3	252,2	417,5	467,8	247,1	133,0	263,4	243,0	216,1	197,2	468,4	402,8
SALDO	291,2	312,9	308,6	362,6	496,3	532,2	304,3	221,9	299,8	286,9	255,9	317,7	502,2	454,4

Inversión directa en el país
en millones de dólares



Anexo 19



Bibliografía

- Ley de Mercado de Valores Ecuatoriano
- Ley de Régimen Tributario Interno y Reglamento de aplicación
- www.mundobvg.com
- www.bmv.com.mx
- www.indetec.gob.mx
- www.superval.gob.sv
- www.svs.cl
- www.cepchile.cl
- El mercado de capitales Chileno: Un necesario Big – Bang para el crecimiento – Patricio Arrau -
www.cepchile.cl/dms/archivo_3281_1638/10_arrau.pdf
- Chile: Un mercado de Capitales Confiable y Eficiente por Dieter Linneberg (Diciembre 2002). www.diariodirecto.com/mm/19108.pdf
- Características del Mercado Bursátil en Chile – Bolsa de Comercio de Santiago.
[www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Caracteristicas_del_Mercado Bursatil en Chile.pdf](http://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Caracteristicas_del_Mercado_Bursatil_en_Chile.pdf)

- Desempeño del Mercado de Valores Ecuatoriano 2003 – 2005 - Intendencia de Mercado de Valores www.superval.gob.sv/dco/html_publicaciones/memoria_labores2005/memoria_2005.pdf
- Plan de Desarrollo del Mercado de Valores Ecuatoriano – Bolsa de Valores de Guayaquil (2005).
- Algunas consideraciones sobre el impuesto a las transacciones mercantiles y a la prestación de servicios – Econ. Wilson Ruales M.