

**ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL**  
**Instituto de Ciencias Humanísticas y Económicas**

---

---

***TESIS DE GRADO***

**Previa a la obtención del Título de:**  
**Economista con Mención en Gestión Empresarial**  
**Especialización FINANZAS**

**TEMA :**

**Análisis de eficiencia en la aplicación del Artículo  
34 de la Ley Especial de Descentralización y  
Participación Social**

**AUTORAS :**

**Jessica Isabel Veloz Pacheco**  
**Marjorie Elizabeth Ordóñez Guartazaca**

**DIRECTORA DE TESIS :**

**Ec. María Elena Romero Montoya**

**GUAYAQUIL — ECUADOR**

**2001**



**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**

**INSTITUTO DE CIENCIAS HUMANÍSTICAS Y ECONÓMICAS**

**ANÁLISIS DE EFICIENCIA EN LA APLICACIÓN DEL ARTÍCULO 34 DE  
LA LEY ESPECIAL DE DESCENTRALIZACIÓN Y PARTICIPACIÓN  
SOCIAL**

**TESIS DE GRADO**

**Previa a la obtención del Título de:**

**ECONOMISTA CON MENCIÓN EN GESTIÓN EMPRESARIAL  
ESPECIALIZACIÓN FINANZAS**

**Presentada por:**

**JESSICA ISABEL VELOZ PACHECO**

**MARJORIE ELIZABETH ORDÓÑEZ GUARTAZACA**

**GUAYAQUIL – ECUADOR**

**2001**



**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**  
**INSTITUTO DE CIENCIAS HUMANÍSTICAS Y ECONÓMICAS**

**ANÁLISIS DE EFICIENCIA EN LA APLICACIÓN DEL ARTÍCULO 34 DE  
LA LEY ESPECIAL DE DESCENTRALIZACIÓN Y PARTICIPACIÓN  
SOCIAL**

**Jessica Isabel Veloz Pacheco<sup>1</sup>**

**Marjorie Elizabeth Ordóñez Guartazaca<sup>2</sup>**

**María Elena Romero Montoya<sup>3</sup>**

**RESUMEN**

El presente documento representa uno de los primeros trabajos en el campo de análisis del Artículo 34 de la Ley de Descentralización el cual presenta los lineamientos que deben cumplirse en las negociaciones bursátiles y extrabursátiles de las Instituciones Públicas del Ecuador. El aporte que diferencia a este trabajo de otros es que no sólo se basa en la información histórica existente sino que con el fin de acercarse más a la realidad los autores realizaron una serie de entrevistas a personas especialistas en el tema, que conviven a diario con el mercado; tal es el caso de representantes de las diferentes Casas de Valores de Guayaquil y de Quito, como también de las Bolsas de Valores del Ecuador, además de funcionarios de las principales Instituciones Públicas analizadas, entre otros. El resultado obtenido de este análisis indica que no todas las Instituciones Públicas cumplen con lo indicado con la Ley y a través de su desarrollo se demuestra que existen varias razones tales como, la existencia de leyes no claras, entes de controles ineficientes en su tarea, pero tal vez lo más importante es la demostración de que el objetivo de la Descentralización de lograr una distribución equitativa de los recursos invertidos por el Sector Público a través del Mercado Bursátil no se cumple, debido a que la Ley canaliza la colocación de los recursos pero no garantiza que los mismos una vez captados por los diferentes emisores de los títulos-valores serán invertidos en la región donde se realizó a cabo la negociación.

**Guayaquil, Diciembre del 2001**

---

<sup>1</sup> Economista con mención en Gestión Empresarial, especialización Finanzas 2001.

<sup>2</sup> Economista con mención en Gestión Empresarial, especialización Finanzas 2001.

<sup>3</sup> Directora de Tesis. Economista con mención en Gestión Empresarial, especialización Finanzas, Escuela Superior Politécnica del Litoral, 1998, Magister en Finanzas, Universidad de Chile, 2000, Profesora de la ESPOL desde 1999.

A mi “mama” y “papo” por enseñarme  
que con paciencia y perseverancia  
todo es posible en la vida.

A mi “ñaño”

A mi “Papa Venancio”

.....gracias por estar siempre a mi lado

.....gracias por tenerlos en mi vida.

Jessica

A mi mamá, por su ejemplo de lucha  
y perseverancia; y a mi papá, por su  
apoyo incondicional.

Marjorie

## **AGRADECIMIENTO**

A Dios por estar siempre a nuestro lado y ser nuestra guía en el camino, por darnos la paciencia y la fortaleza de seguir siempre adelante en la adversidades y por los obstáculos encontrados en el camino que nos ayudaron a crecer día a día para llegar a ser personas de provecho y de bien , llegando a cumplir con todas nuestras metas propuestas. Se lo debemos todo.

A nuestros padres y hermanos, por su apoyo incondicional en cada momento de nuestras vidas, y por ser un ejemplo de lucha y constante superación. Por mostrarnos que cuando el cansancio nos agobie es cuando más debemos insistir.....¡Jamás desistir!..... Gracias por ser nuestra familia (JP).

A la ESPOL, y en especial al cuerpo docente y administrativo del ICHE, que ha sabido educarnos con la ciencia y los valores morales, pilares fundamentales en la formación de todo profesional de éxito, en especial a nuestra directora , la MsC. María Elena Romero por su ayuda prestada en todo momento.

Gracias a Instituciones tales como las Bolsas de Valores tanto de Guayaquil como de Quito por su ayuda prestada, en especial al Ing. Diego Araujo por su apoyo incondicional y a todas aquellos que sin su ayuda no hubiésemos culminado con éxito esta etapa y que la memoria traicioneramente olvidó en este momento, pero que siempre estarán en nuestros corazones.

## **DECLARACIÓN EXPRESA**

**“La responsabilidad por los hechos, ideas y doctrinas expuestos en esta Tesis de Grado, nos corresponden exclusivamente; y, el patrimonio intelectual de la misma, a la ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL”.**

---

JESSICA ISABEL VELOZ PACHECO

---

MARJORIE ELIZABETH ORDÓÑEZ GUARTAZACA

## **TRIBUNAL DE GRADO**

---

ING. OMAR MALUK  
Presidente

---

MSC. MARIA ELENA ROMERO MONTOYA  
Director de Tesis

---

DR. HUGO ARIAS PALACIOS  
Vocal principal

---

ECON. EMILIO PFISTER  
Vocal Principal

## ÍNDICE GENERAL

<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>15</b>
<b>I EL MERCADO FINANCIERO EN EL ECUADOR.....</b>	<b>18</b>
<b>1.1. Mercado Financiero.....</b>	<b>18</b>
1.1.1 Funciones de los Mercados Financieros.....	19
1.1.2 Clasificación de los Mercados Financieros.....	21
1.1.3 El Mercado de Valores .....	23
1.1.4 Las Bolsas de Valores.....	24
<b>1.2. Composición del Mercado de Valores en el Ecuador.....</b>	<b>27</b>
1.2.1 Costos y riesgos del Mercado de Valores del Ecuador.....	29
<b>II MARCO JURÍDICO Y MECANISMO DE OPERACIÓN DE LAS INVERSIONES DEL SECTOR PÚBLICO EN EL MERCADO BURSÁTIL ECUATORIANO.....</b>	<b>32</b>
<b>2.1. Marco Jurídico para las inversiones del Sector Público en el Mercado Bursátil del Ecuador.....</b>	<b>33</b>
2.1.1 Ley del Mercado de Valores.....	34
2.1.2 Ley Especial de Descentralización del Estado y Participación Social.....	36
2.1.3 Reglamento de Subasta Serializada de activos financieros Públicos.....	39
2.1.4 Instructivo para el control de las inversiones públicas.....	40

2.1.5 Decreto Oficial No. 589 sobre inversiones financieras del Sector Público.....	43
---	----

<b>2.2. Mecanismos de Operación que rigen a las inversiones del Sector Público en el Mercado Bursátil del Ecuador.....</b>	<b>44</b>
--	-----------

2.2.1 Mecanismos utilizados antes de regir el Art. 34 de la Ley Especial de Descentralización.....	44
--	----

2.2.2 Mecanismos de Subasta Serializada e Interconectada.....	45
---	----

2.2.2.1 Subasta Serializada e Interconectada de Oferta.....	46
---	----

2.2.2.2 Subasta Serializada e Interconectada de Demanda.....	51
--	----

<b>III EVOLUCIÓN DEL COMPORTAMIENTO DEL ESTADO ECUATORIANO EN EL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR .....</b>	<b>57</b>
---	-----------

<b>3.1. Evolución del comportamiento de las inversiones del Sector Público Ecuatoriano en el Mercado Bursátil.....</b>	<b>58</b>
--	-----------

<b>IV ANÁLISIS DE EFICIENCIA DEL ARTÍCULO 34.....</b>	<b>102</b>
---	------------

<b>4.1. Cumplimiento de los objetivos de la Descentralización.....</b>	<b>103</b>
--	------------

4.1.1 La colocación de los recursos.....	103
--	-----

4.1.2 El destino de los recursos.....	107
---------------------------------------	-----

<b>4.2. Eficiencia de los mecanismo de control para el cumplimiento del Art. 34 .....</b>	<b>112</b>
---	------------

<b>4.3. Efectos producidos por la aplicación del Art. 34 en el Mercado de Valores del Ecuador.....</b>	<b>121</b>
--	------------

4.3.1. Libre decisión de inversión.....	122
---	-----

4.3.2. Aumentos en los costos de transacción.....	124
---	-----

4.3.3. Pocas posibilidades de diversificación.....	125
--	-----

<b>CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES .....</b>	<b>129</b>
---	------------

<b>ANEXOS.....</b>	<b>136</b>
--------------------	------------

<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>143</b>
---------------------------	------------

## INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico # 1	Función de los Mercados Financieros	.....20
Gráfico # 2	Composición del Mercado de Valores	.....24
Gráfico # 3	Composición del Mercado de Valores del Ecuador	.....27
Gráfico # 4	Ingreso de Aviso para la Subasta de Oferta	.....47
Gráfico # 5	Avisos de Oferta	.....48
Gráfico # 6	Postura en firme de la Subasta de Oferta	.....49
Gráfico # 7	Ingresos de Demandas para la oferta de un Título-Valor	.....50
Gráfico # 8	Ingreso de Aviso para la Subasta de Demanda	.....52
Gráfico # 9	Postura en Firme de la Subasta de Demanda	.....53
Gráfico #10	Consulta de Emisores	.....55
Gráfico #11	Selección del Título-Valor	.....55
Gráfico #12	Inversiones en Activos Financieros del Sector Público	.....59
Gráfico #13	Participación de las Negociaciones de las Instituciones Públicas en las Entidades Financieras Privadas	.....60
Gráfico #14	Participación en las Bolsas de Valores	.....61

Gráfico #15	Participación de las Negociaciones de las Instituciones Públicas en el Mercado Bursátil Ecuatoriano según Región	.....62
Gráfico #16	Montos de los principales papeles negociados en las Bolsas de Valores del Ecuador	.....65
Gráfico #17	Montos de los principales papeles negociados por el BCE	.....67
Gráfico #18	Porcentajes de Negociaciones del BCE en las regiones del país	.....67
Gráfico #19	Rentabilidades BCE-CD 1-60 días	.....69
Gráfico #20	Rentabilidades BCE-CD 61-180 días	.....70
Gráfico #21	Montos por plazos BCE-CD 1-60 días	.....70
Gráfico #22	Montos por plazos BCE-CD 61-180 días	.....71
Gráfico #23	Rentabilidades BCE-PAC 1-60 días	.....71
Gráfico #24	Rentabilidades BCE-PAC 61-180 días	.....72
Gráfico #25	Rentabilidades BCE-PAC 181-360 días	.....72
Gráfico #26	Montos por plazos BCE-PAC 1-60 días	.....73
Gráfico #27	Montos por plazos BCE-PAC 61-180 días	.....73
Gráfico #28	Montos por plazos BCE-PAC 181-360 días	.....74
Gráfico #29	Rentabilidades BCE-BEM 1-60 días	.....75
Gráfico #30	Rentabilidades BCE-BEM 61-180 días	.....75
Gráfico #31	Rentabilidades BCE-BEM 181-360 días	.....75
Gráfico #32	Montos por plazos BCE-BEM 1-60 días	.....76
Gráfico #33	Montos por plazos BCE-BEM 61-180 días	.....76
Gráfico #34	Montos por plazos BCE-BEM 181-360 días	.....77

Gráfico #35	Montos de los principales papeles negociados por el BVE	.....78
Gráfico #36	Porcentajes de Negociaciones del BEV en las regiones del país	.....78
Gráfico #37	Rentabilidades BEV-PAG 1-60 días	.....80
Gráfico #38	Rentabilidades BEV-PAG 61-180 días	.....81
Gráfico #39	Montos por plazos BEV-PAG 1-60 días	.....81
Gráfico #40	Montos por plazos BEV-PAG 61-180 días	.....82
Gráfico #41	Montos de los principales papeles negociados por el IESS	.....83
Gráfico #42	Porcentajes de Negociaciones del IESS en las regiones del país	.....83
Gráfico #43	Rentabilidades IESS-CD 1-60 días	.....85
Gráfico #44	Rentabilidades IESS-CD 61-180 días	.....86
Gráfico #45	Montos por plazos IESS-CD 1-60 días	.....86
Gráfico #46	Montos por plazos IESS-CD 1-60 días	.....87
Gráfico #47	Rentabilidades IESS- PAG 1-60 días	.....88
Gráfico #48	Rentabilidades IESS-PAG 61-180 días	.....88
Gráfico #49	Montos por plazos IESS-PAG 1-60 días	.....89
Gráfico #50	Montos por plazos IESS-PAG 61-180 días	.....89
Gráfico #51	Rentabilidades IESS-PAC 1-60 días	.....90
Gráfico #52	Rentabilidades IESS-PAC 61-180 días	.....90
Gráfico #53	Montos por plazos IESS-PAC 1-60 días	.....91
Gráfico #54	Montos por plazos IESS-PAC 61-180 días	.....91
Gráfico #55	Montos de los principales papeles negociados por el BEDE	.....92
Gráfico #56	Porcentajes de Negociaciones del BEDE en las regiones del país	.....93

Gráfico #57	Montos de los principales papeles negociados por la TGN	.....95
Gráfico #58	Porcentajes de Negociaciones del TGN en las regiones del país	.....95
Gráfico #59	Montos de los principales papeles negociados por la CFN	.....97
Gráfico #60	Porcentajes de Negociaciones de La CFN en las regiones del país	.....98
Gráfico #61	Montos de los principales papeles negociados por el BNF	.....100
Gráfico #62	Porcentajes de Negociaciones del BNF en las regiones del país	.....100
Gráfico #63	Conformación de la cartera del Sector Público	.....109
Gráfico #64	Recorrido de los recursos invertidos en las Instituciones Financieras por parte de las Instituciones Públicas	.....110
Gráfico #65	Montos negociados por el Gobierno Central	.....115
Gráfico #66	Montos negociados por las Universidades y Escuelas Politécnicas	.....116
Gráfico #67	Montos negociados por los Gobiernos Seccionales	.....117
Gráfico #68	Montos negociados por las Otras Entidades Públicas	.....117
Gráfico #69	Montos negociados por las Entidades Financieras Públicas	.....118
Gráfico #70	Bancos inscritos en el Mercado Bursátil	.....126
Gráfico #71	Operaciones en el Mercado Bursátil del Ecuador	.....128

## INDICE DE TABLAS

Tabla #1	Negociaciones Mensuales en la región Sierra-Oriente del BCE desde el año de 1998	.....68
Tabla #2	Negociaciones Mensuales en la región Sierra-Oriente del BEV desde el año de 1998	.....79
Tabla #3	Negociaciones Mensuales en la región Sierra-Oriente del IESS desde el año de 1998	.....84
Tabla #4	Negociaciones Mensuales en la región Sierra-Oriente del BEDE desde el año de 1998	.....93
Tabla #5	Negociaciones Mensuales en la región Sierra-Oriente de la TGN desde el año de 1998	.....96
Tabla #6	Negociaciones Mensuales en la región Sierra-Oriente del CFN desde el año de 1998	.....98
Tabla #7	Negociaciones Mensuales en la región Sierra-Oriente del BNF desde el año de 1998	.....101
Tabla #8	Prueba No. 1	.....106
Tabla #9	Prueba No. 2	.....106
Tabla #10	Montos negociados (en dólares) y plazos promedios según Institución y Región	.....114
Tabla #11	Negociaciones en Activos Financieros	.....119

## INTRODUCCIÓN

El desarrollo de las Bolsas de Valores del Ecuador durante éstos últimos años se ha visto rodeado de un sinnúmero de inconvenientes, tales como, la falta de un marco legal que las regule y una total dependencia de los títulos de renta fija, los cuales han sido causa para obstaculizar el progreso de las mismas, aún cuando importantes investigaciones a través de los años han demostrado que el país poseedor de un Mercado Financiero altamente desarrollado disfrutará de un mayor crecimiento económico.<sup>1</sup>

Desde los inicios de las Bolsas de Valores en el año 1969, con la apertura de la Bolsa de Valores de Guayaquil, uno de los grandes protagonistas de las mismas ha sido el Sector Público, desempeñando un papel tanto de inversionista como de colocador; como ejemplo de lo antes mencionado se debe recordar que en el año 1970 en la primera rueda de negociaciones de la Bolsa de Valores de Guayaquil el Sector Público representó un 84% de los montos negociados lo cual representó un total de S/.108'278.659 sucres de los cuales correspondían 38,3% a Bonos Estatales y el 45,7% a Cédulas Hipotecarias.

Sin embargo, una de las principales razones por la cual el desarrollo de las Bolsas de Valores del Ecuador no se haya efectivizado y por ende, no lo haya hecho el Mercado

---

<sup>1</sup> PAZMIÑO. El Rol del Mercado de Valores en el Ahorro Interno., (1998), pp. 2

## INTRODUCCIÓN

El desarrollo de las Bolsas de Valores del Ecuador durante estos últimos años se ha visto rodeado de un sinnúmero de inconvenientes, tales como, la falta de un marco legal que las regule y una total dependencia de los títulos de renta fija, los cuales han sido causa para obstaculizar el progreso de las mismas, aún cuando importantes investigaciones a través de los años han demostrado que el país poseedor de un Mercado Financiero altamente desarrollado disfrutará de un mayor crecimiento económico.<sup>1</sup>

Desde los inicios de las Bolsas de Valores en el año 1969, con la apertura de la Bolsa de Valores de Guayaquil, uno de los grandes protagonistas de las mismas ha sido el Sector Público, desempeñando un papel tanto de inversionista como de colocador; como ejemplo de lo antes mencionado se debe recordar que en el año 1970 en la primera rueda de negociaciones de la Bolsa de Valores de Guayaquil el Sector Público representó un 84% de los montos negociados lo cual representó un total de S/.108'278.659 sucres de los cuales correspondían 38,3% a Bonos Estatales y el 45,7% a Cédulas Hipotecarias.

Sin embargo, una de las principales razones por la cual el desarrollo de las Bolsas de Valores del Ecuador no se haya efectivizado y por ende, no lo haya hecho el Mercado

---

<sup>1</sup> PAZMIÑO. El Rol del Mercado de Valores en el Ahorro Interno. , (1998), pp. 2

Bursátil; es como se mencionó anteriormente por la falta de un marco legal eficiente que las regule; pues como ejemplo cabe mencionar que a pesar de que la primera Bolsa de Valores apareció en el año 1969, la Ley de Mercado de Valores fue emitida recién en el año 1994.

En el caso de las inversiones y compra-venta de títulos de valores del Sector Público la situación era más difícil, debido a que no existía ningún control sobre la forma de como invertir los recursos de las diferentes Instituciones Públicas que negociaban en el Mercado Bursátil; existiendo muchas veces una total centralización de los recursos de las mismas ya sean sólo en la ciudad de Quito o de Guayaquil, y esta situación muchas veces daba paso a la existencia de la corrupción debido a que muchas negociaciones se pactaban con anterioridad, violando de esta manera los principios de un Mercado Bursátil eficiente, cuyas características son ser libre, transparente, perfecto y normal<sup>2</sup>, sin mencionar el hecho de que un inversionista debe tener siempre como objetivo buscar la mayor rentabilidad posible considerando por supuesto el grado de riesgo.

Pensando en lo antes mencionado, la Ley de Mercado de Valores en su Capítulo VIII da origen al marco legal que regula las inversiones del Sector Público a través de las Bolsas de Valores y en 1997 se emite la Ley Especial de Descentralización y Participación Social cuyo Artículo 34 indica claramente que las diferentes Instituciones Públicas deberán colocar sus recursos de manera equitativa por región tanto en el Mercado Bursátil como Extrabursátil, de tal modo que el 50% de dichas operaciones se destine a la Sierra-Oriente y el otro 50% se destine a la región Costa-Insular.

---

<sup>2</sup> BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Guía Didáctica del Mercado de Valores. (2000), pp. 10

Sin embargo, desde el año 1998 en que empieza a aplicarse la Ley, se han suscitado diferentes debates sobre la eficiencia del mencionado Art. 34 indicando que el mismo no es eficiente. La principal razón sustenta que el mismo viola los principios de libre mercado debido a que produce una segmentación del mismo, al momento de crear sistemas de negociación para el Sector Público diferentes a los usados por el Sector Privado.

Una vez realizado el planteamiento del problema, se pretende hallar por medio de esta tesis una solución al debate que se ha mantenido sobre la eficiencia de la aplicación del Artículo 34 de la referida Ley, constituyéndose además en fuente de consulta tanto para profesionales y estudiantes de pregrado con interés en el mencionado debate.

## **CAPITULO I**

### **EL MERCADO FINANCIERO EN EL ECUADOR**

Antes de entrar al estudio de las principales características del Mercado Financiero Ecuatoriano es necesario primero conocer de manera general en que consisten los Mercados Financieros, sus características, ventajas y quienes son sus participantes.

#### **1.1 MERCADO FINANCIERO**

El Mercado Financiero es el lugar donde se intercambian activos financieros. Aunque su existencia no es una condición necesaria para la creación y el intercambio de un activo financiero, en la mayoría de las economías, los activos financieros se crean y posteriormente se comercian en algún tipo de Mercado Financiero<sup>3</sup>.

Sin embargo, existen diferentes analistas quienes poseen sus propios conceptos de lo que es un Mercado Financiero.

---

<sup>3</sup> FABOZZI J., MODIGLIANI y FERRI. Mercados e Instituciones Financieras, (1998), pp. 6-7

Por ejemplo, la Lcda. Mariana Montalvo en su libro “Lea antes de jugar en Bolsa” define a los Mercados Financieros como: *“El conjunto de instituciones y canales de interrelación entre la oferta y demanda de fondos, y a los mecanismos que posibilitan estas operaciones.”*

Otro concepto muy popular consiste en decir que: *“El Mercado Financiero es el lugar donde confluyen oferta y demanda de activos financieros. Este lugar puede ser físico o electrónico. Si de la confluencia de la oferta y la demanda existe acuerdo sobre el precio, cantidad y fecha de liquidación, entonces estamos ante una **operación financiera**”.*<sup>4</sup>

### **1.1.1 FUNCIONES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS**<sup>5</sup>

Los Mercados Financieros proporcionan cinco funciones económicas las mismas que se detallan a continuación:

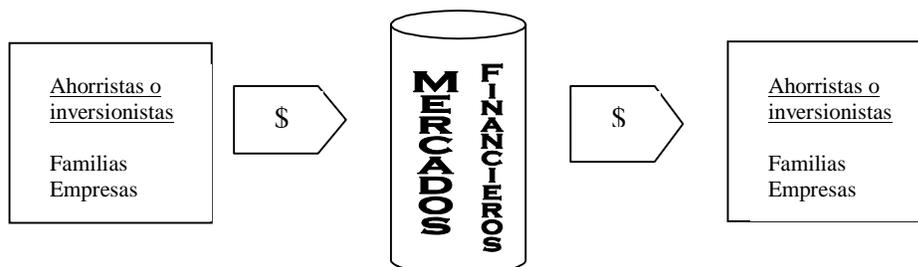
1 La primera función de los Mercados Financieros es la transferencia de fondos de aquellos que tienen un excedente para invertir hacia aquellos individuos que necesitan fondos para invertirlos en activos tangibles, es decir, canalizan el ahorro hacia las inversiones.

---

<sup>4</sup> MERIZALDE. La Descentralización en las inversiones del Sector Público. , (2000), pp. 1-14

<sup>5</sup> FABOZZI, MODIGLIANI y FERRI. Mercados e Instituciones Financieras, (1998), pp. 7-9

**Gráfico #1**  
**Función de los Mercados Financieros**



Fuente y elaboración: Los autores

2 Transferir los fondos de forma tal, que se comparta el inevitable riesgo asociado con el flujo de efectivo el cual se genera por los activos tangibles, entre aquellos que buscan y aquellos que proporcionan los fondos, de esta manera se cumple uno de los principios básicos en Finanzas que es, la “Diversificación del Riesgo”.

3 Permitir la interacción de compradores y vendedores en un Mercado Financiero que determinen el precio y el rendimiento del activo comercializado. De esta manera se lleva a cabo el **Proceso de Fijación de Precios** y ésta es la característica de los Mercados Financieros que señala la manera en que los fondos en la economía deben asignarse entre activos financieros.

4 La cuarta función es que los Mercados Financieros proporcionan un mecanismo para que el inversionista que necesita efectivo pueda vender un activo financiero, por esta razón se dice que el Mercado Financiero proporciona **liquidez**.

5 Una de las grandes ventajas que ofrece el Mercado Financiero es que reduce el costo de las transacciones. Tanto los “costos de búsqueda” compuesto por el dinero

utilizado para anunciar al mercado la intención de vender o comprar algún activo financiero y el tiempo invertido en encontrar una contraparte (costos de información).

### **1. 1. 2 CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS<sup>6</sup>**

Existen diferentes maneras de clasificar a los Mercados Financieros, por ejemplo de acuerdo al plazo de sus operaciones, al intermediario o por la madurez de la obligación. Las mencionadas clases de Mercados Financieros no son las únicas, pues existen diferentes grupos que atienden a distintas clases de clientes u operan en diferentes partes del país, sin embargo, los autores han elegido según su criterio las divisiones más importantes.

#### CLASIFICACIÓN DEL MERCADO FINANCIERO DE ACUERDO A LA MADUREZ DE LA OBLIGACIÓN

- Mercado Primario.- Es aquel en el que se compra y se vende un título-valor que sale al mercado por primera vez.
  
- Mercado Secundario.- Es aquel donde se intercambian valores ya existentes; la importancia de este mercado radica en que permiten que los papeles negociados en el mercado primario tengan mayor liquidez y es considerado el más activo e importante para los administradores financieros ya que es aquí donde se establecen los precios de las acciones de las empresas y un buen conocimiento de este mercado ayudará a cumplir con la meta de toda empresa que es “maximizar el precio de las acciones”.

---

<sup>6</sup> BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Guía Didáctica del Mercado de Valores, (2000), pp. 3-5

### CLASIFICACIÓN DEL MERCADO FINANCIERO DE ACUERDO AL PLAZO

En esta clasificación el Mercado Financiero se puede dividir en tres sectores:

- Monetario.- Se incluye activos altamente líquidos, tales como: billetes, monedas y depósitos a la vista, que fundamentalmente se destina a operaciones de préstamos de muy corto plazo y el financiamiento del déficit fiscal. La institución típica de este mercado es el Banco Central.
- De Crédito o Dinero.- En él se negocian activos financieros de corto plazo, para satisfacer principalmente necesidades de tipo coyuntural de las empresas que les origina baches financieros. Los intermediarios que atienden este mercado son los bancos comerciales, financieras y demás instituciones financieras.
- De Capitales.- En este mercado se ofrece y demanda fondos para financiar proyectos de mediano y largo plazo, es decir, que tienen un año o más de vencimiento. Las instituciones clásicas son las Bolsas de Valores, y su función principal es convertir los recursos de corto en largo plazo y viceversa. Cabe mencionar que dentro de este mercado se consideran las acciones ya que son valores a largo plazo porque no tiene fecha de vencimiento, otros mercados que forman parte del Mercado de Capitales son el hipotecario y el de los bonos.

### CLASIFICACIÓN DEL MERCADO FINANCIERO DE ACUERDO AL INTERMEDIARIO

De acuerdo al intermediario el Mercado Financiero se divide en dos grandes ramas:

- Intermediación Financiera.- En este mercado los recursos financieros de los ahorristas e inversionistas se transfieren primero a una Institución Financiera,

generalmente un banco, que a su vez se encarga de realizar una evaluación de riesgo y crediticia para colocarlo en diferentes sectores de actividad empresarial, como es obvio el intermediario entre sus costos se margina una utilidad. Entre las instituciones que forman parte de este mercado tenemos los Bancos, Instituciones Financieras, Mutualistas de Ahorro y Crédito, etc.

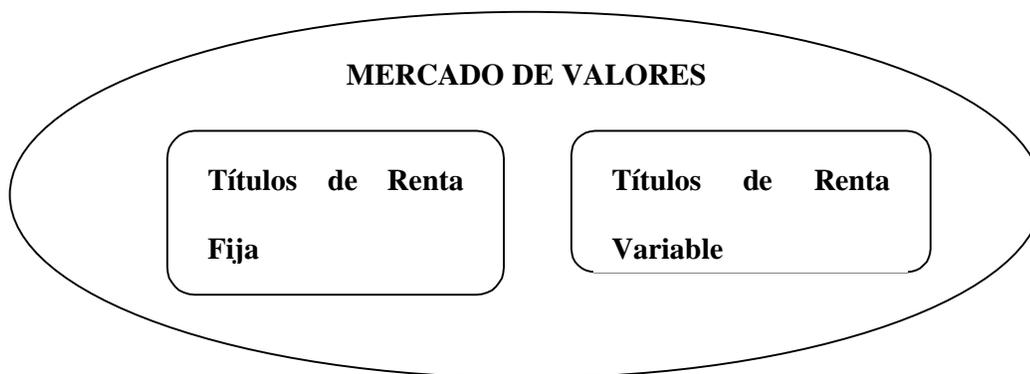
- **Desintermediación Financiera.-** En este mercado también conocido como el Mercado de Valores, las empresas captan fondos directamente de los ahorristas y de los inversionistas sin la necesidad de un intermediario, esto se consigue a través de la emisión de títulos-valores sea de deuda o de patrimonio que luego son negociados en la Bolsa de Valores. A continuación se realizará un análisis mucho más amplio sobre el concepto del Mercado de Valores.

### **1.1.3 EL MERCADO DE VALORES**

El Mercado de Valores (en inglés “Securities Market”), que constituye un segmento del Mercado de Capitales, bien puede decirse que en general es el lugar de encuentro donde se opera la intermediación de oferta y demanda en el tráfico de títulos-valores, permitiendo la movilización de recursos desde los ahorristas-inversionistas hacia las actividades productivas. Se designa como títulos-valores a cualquier documento que otorgue derecho económico, ganancia o rentabilidad, y estén respaldados legalmente, éstos pueden ser de renta fija o de renta variable.

También se puede decir que el Mercado de Valores es el conjunto de operaciones y negocios que efectúan los inversores y oferentes de valores de un lugar, país o región.

**Gráfico #2**  
**Composición del Mercado de Valores**



Fuente: M. Mercados e Instituciones Financieras. Fabozzi, Modigliani y Ferri  
 Elaboración: Los autores

#### **1.1.4 LAS BOLSAS DE VALORES**

Las Bolsas de Valores alrededor del mundo son corporaciones civiles autorizadas y controladas, sin fines de lucro, que tienen por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para negociar los valores inscritos en ellas, es decir, crean un Mercado de Valores. Tradicionalmente, la Bolsa se ha presentado como el mejor ejemplo real del concepto de competencia perfecta, pues cumple las características de libre, transparente, perfecto y normal<sup>7</sup>; además poseen una importancia económica fundamental porque son movilizadoras de grandes volúmenes de inversión posibilitando además la presencia de pequeños inversores o ahorristas.

---

<sup>7</sup> BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Guía Didáctica del Mercado de Valores, (2000), pp. 10

### **Características de las Bolsas de Valores**<sup>8</sup>

Las Bolsas de Valores poseen una serie de características tales como:

- Mercado Libre.- Cumplen con esta característica debido a que sus participantes tienen total libertad de realizar las transacciones que fijen entre sí, cumpliéndose de este modo el principio de libertad de cambio.
- Mercado Transparente.- Las Bolsas de Valores son transparentes porque cada sujeto económico que en ellas opera conoce las propuestas o posiciones de los demás participantes del mercado.
- Mercado Perfecto.- Un mercado es perfecto si cumple con los principios de indiferencia, es decir, que los bienes sean homogéneos, sin preferencia por la razón de la persona del comprador o vendedor, de este modo, a los plazos iguales los precios son iguales y por supuesto que las operaciones se consuman en el mismo mercado.
- Mercado Normal.- Esto quiere decir que en el mercado rige el principio de independencia del precio, es decir cuando cada operador considera el precio como independiente de su actuación, o sea que son tomadores de precios.

### **Rol de las Bolsas de Valores en la economía**

Las Bolsas de Valores son una de las formas más puras del capitalismo, sin embargo, su función no sólo se limita al ámbito material sino también al social, a continuación se describirá las principales funciones de las mismas.

---

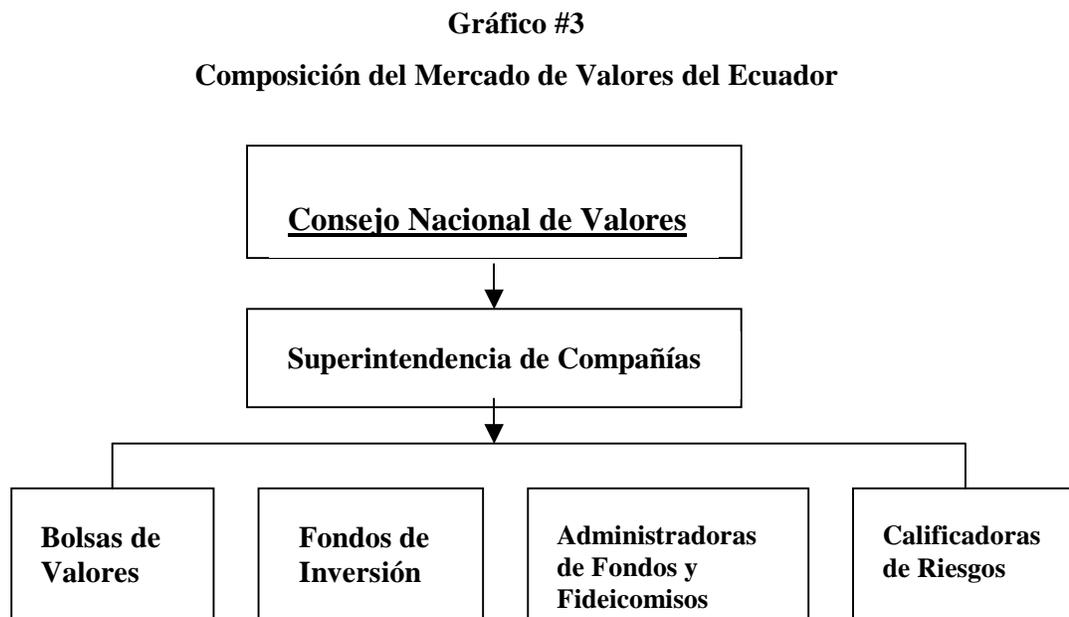
<sup>8</sup> BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Guía Didáctica del Mercado de Valores, (2000), pp. 11-12

1. Función de Inversión.- Al ser parte del Mercado Financiero permiten canalizar directamente el ahorro hacia la inversión productiva, ofreciendo además a las empresas una alternativa de financiamiento y a los ahorristas una posibilidad de inversión.
2. Función de Liquidez.- Permiten a los tenedores de valores mobiliarios la posibilidad de convertirlos en dinero en el momento que lo deseen, de una forma más rápida y eficaz que si se lo hiciera fuera de ella.
3. Función de Participación.- Las Bolsas permiten a los ahorristas ser parte del desarrollo económico a través de la participación en la gestión de las empresas, pues al comprar acciones se convierten en socios de ellas.
4. Función de Valoración.- Permiten de una manera eficaz, rápida y transparente valorar los activos de una empresa a precios de mercado; es decir, muestra el valor de las compañías según sus rendimientos.
5. Función Informativa.- Las Bolsas de Valores son el barómetro de todo acontecer económico y social. Estas informan de manera rápida y eficiente el rendimiento de las empresas, así mismo prueban la eficacia de sus directivos, y sirve como control entre los accionistas y el público en general.
6. Función de protección del ahorro frente a la inflación.- Las Bolsas de Valores permiten que en el momento que el ahorrista se convierte en accionista, proteja su ahorro frente a la inflación, ya que en una eventual inflación, la empresa aumentará sus flujos por este efecto, y por lo tanto aumenta el valor de sus acciones.

7. Función de creación de capital.- Es la función principal ya que permite el surgimiento y crecimiento de las empresas al conectarlas directamente con los inversionistas.
8. Función de circulación.- Las Bolsas de Valores facilitan la circulación y movilidad de la riqueza mobiliaria, función de suma importancia en los actuales tiempos. La inversión en bienes mobiliarios que es tradicional en las economías subdesarrolladas, se ha convertido en inmobiliaria en los países más desarrollados gracias a la emisión de títulos.

## 1.2 COMPOSICIÓN DEL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR

El Mercado Valores en el Ecuador se encuentra compuesto de la siguiente manera:



Fuente: BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Guía Didáctica del Mercado de Valores

**Bolsas de Valores.-** Las Bolsas de Valores como se dijo anteriormente son corporaciones civiles sin fines de lucro que prestan sus servicios y mecanismos para negociar valores. En nuestro país existen dos Bolsas de Valores, una tiene su sede en Guayaquil y la otra en la ciudad de Quito.

Si bien es cierto que las Bolsas de Valores son el centro de la actividad bursátil, existen otras instituciones como las Casas de Valores, cuya participación dinámica es una contribución decisiva al Mercado de Valores, porque su función es la de actuar como intermediario de valores, realizando compra-venta de títulos por cuenta de sus clientes o en base a su propio capital, también proveen información confiable y profesional para la toma de decisiones.

**Los Fondos de Inversión.-** Son recursos de personas naturales o jurídicas para efectuar aportaciones comunes con el objeto de realizar inversiones, estos son administrados por gente especializada, que se encargan de administrar o invertir de acuerdo a las condiciones del mercado.

**Las Administradoras de Fondos y Fideicomisos.-** Son compañías anónimas creadas para administrar los Fondos de Inversión, los negocios Fiduciarios, actuar como emisores de procesos de titularización y representar fondos internacionales de inversión.

**Calificadores de Riesgo.-** Son sociedades anónimas de responsabilidad limitada, cuyo objeto exclusivo es calificar el riesgo y la solvencia de los emisores además de sus títulos-valores que se negocian en el Mercado de Valores. En la actualidad existen tres calificadoras de Riesgo: Humphrey & Calivar S.A., Ratings S.A., Ecuability S.A.

Con el objeto de promover un Mercado de Valores organizado y eficaz la Ley de Mercado de Valores designó al Consejo Nacional de Valores y a la Superintendencia de Compañías, como organismos reguladores y de control respectivamente.

**El Consejo Nacional de Valores.-** Fue creado adscrito a la Superintendencia de Compañías como órgano rector del Mercado de Valores y dentro de sus atribuciones tiene la de establecer la política del Mercado de Valores y regular su funcionamiento con el fin de impulsar su desarrollo, promocionar la apertura de capitales y financiamiento, expedir normas complementarias en base a las cuales las Bolsas de Valores y las asociaciones gremiales podrán dictar sus normas de autorregulación, entre otras.

**La Superintendencia de Compañías.-** En su etapa original fue creada para ejercer el control de las compañías anónimas, como departamento de la Superintendencia de Bancos, a esa labor se le añadió el control de las Bolsas de Valores, sus agentes y operadores. Entre sus atribuciones constan la de ejecutar la política general dictada por el CNV, inspeccionar en cualquier tiempo a las entidades y demás personas que intervengan en el Mercado de Valores, para verificar el cumplimiento de las normas que rigen al mercado.

### **1.2.1 COSTOS Y RIESGOS DEL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR**

El objetivo de la presente parte de la tesis es presentar los costos en los que incurren los participantes en el Mercados de Valores, al negociar en las diferentes Bolsas de Valores del Ecuador; además del riesgo que implica estas negociaciones.

- COSTOS

Las Bolsas de Valores cobran a los nuevos emisores un derecho de admisión y a los ya inscritos cuotas de mantenimiento, para ejemplarizar estos costos se tomó como referencia los valores que cobra la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG).

La BVG considera para este costo el valor del patrimonio del emisor (en unidades monetarias) y lo calcula de acuerdo a lo siguiente:

▪ Por los primeros USD\$ 22,300,000	0.025 %
▪ Por los segundos USD\$ 22,300,000	0.020%
▪ Por los terceros USD\$ 22,300,000	0.015%
▪ Por los cuartos USD\$ 22,300,000	0.010%
▪ Por cualquier excedente	0.005%

Así mismo, las Casas de Valores deberán ser accionistas de las Bolsas de Valores para los cuales deberán adquirir una cuota patrimonial cuyo precio lo determina el mercado.

Cuando el inversionista realiza una negociación a través de las Bolsas de Valores deberá pagar una comisión a las Casas de Valores por sus servicios, esta comisión es de libre contratación, pero generalmente oscila entre el 0.5% y 1%, de la misma manera las Bolsas de Valores cobran comisiones por cada título tranzado, los mismos que son iguales para la Bolsa de Valores de Guayaquil y la Bolsa de Valores de Quito, estos valores se detallan a continuación:

- *Acciones*  
0.1% sobre el Valor Efectivo
  
- *Títulos de Renta Fija (plazo mayor a un año)*  
0.1% sobre el Valor Efectivo

➤ *Títulos de Renta Fija (plazo menor a un año)*

0.1% sobre el Valor Efectivo Anualizado (multiplicado por el Plazo por Vencer / 360)

▪ RIESGO EN LAS INVERSIONES

Toda inversión, implica un riesgo y dependiendo en donde invierta su dinero tendrá un mayor o menor nivel de riesgo, por ende, toda persona que se aventure por el Mercado de Valores debe tener plena conciencia de los riesgos que ello implica, puede tener excelentes ganancias, muy por encima inclusive de una inversión normal, como puede no ganar y hasta perder.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Guía Didáctica del Mercado de Valores, (2000), pp. 20

## **CAPITULO II**

### **MARCO JURÍDICO Y MECANISMOS DE OPERACIÓN DE LAS INVERSIONES DEL SECTOR PÚBLICO EN EL MERCADO BURSÁTIL ECUATORIANO**

El presente capítulo tiene como objetivo en su primera parte dar a conocer el marco jurídico que rige las negociaciones bursátiles y Extrabursátiles de las Instituciones del Sector Público, además de realizar un análisis que incluye comentarios sobre cada una de las leyes que lo comprenden de parte de personas especialistas en el tema tales como representantes de las principales Instituciones Públicas, corredores de las principales Casas de Valores tanto de la ciudad de Quito como de Guayaquil y por supuesto, representantes de las diferentes Bolsas de Valores del Ecuador.

El desarrollo de la segunda parte se ha enfocado en la presentación de los mecanismos de operación utilizados por las Instituciones Públicas, tales como la Oferta Pública utilizada antes de la publicación del Art. 34, como también el Sistema de Subasta Serializada e Interconectada, que comienza a regir a partir de 1998.

## 2.1 MARCO JURÍDICO PARA LAS INVERSIONES DEL SECTOR PÚBLICO EN EL MERCADO BURSÁTIL DEL ECUADOR

El manejo financiero y jurídico de las inversiones de las diferentes Instituciones Públicas, antes de la publicación de la Ley del Mercado de Valores en el Registro Oficial en 1994 y de la Ley de Descentralización en 1997, no poseían un marco legal que las sustente, debido a ello se originó la imperante necesidad de crear una base legal que regule las negociaciones realizadas por las Instituciones Públicas.

Es en 1997 que, debido a la situación en que vivía el país, un Golpe de Estado consumado y con un Interinazgo reinante, se producen una serie de expectativas de futuras crisis económicas tanto por problemas políticos como por la existencia de concentración de poder en la sede del gobierno; razón por la cual se comienza a proponer como solución el sistema de “*Descentralización*”, que consiste en el traslado o transferencia de las funciones y competencias desde el gobierno central hacia los gobiernos seccionales de tal modo que comprenda la transferencia equitativa, transparente y oportuna de los recursos provenientes de las entidades y organizaciones que reciben asignaciones del Estado<sup>10</sup>.

Para que de esta manera se lograra una mejor repartición de los recursos, y en busca de este objetivo a partir de 1997 se comienza a expedir una serie de leyes que regulen las inversiones del Sector Público conformadas por el Capítulo VIII de la Ley de Mercado de Valores, los Artículos 34 y 35 de la Ley Especial de Descentralización y Participación Social, el Artículo 17 de la Ley de Reordenamiento Económico en el área tributario financiero, el Reglamento de Subasta Serializada de Activos Financieros Públicos, Decreto No. 589 sobre Inversiones Financieras del Sector

---

<sup>10</sup> LAUTARO. La Descentralización en el Ecuador, (2000), pp.40-52

Público y por último, la Resolución de la Superintendencia de Bancos No. 167 que da a conocer el Instructivo para el Control de Inversiones Públicas, las mismas que constituyen el marco jurídico que ampara y regula la transferencia de los recursos hacia el sector privado vía inversión y compra-venta de títulos-valores provenientes de las entidades que reciben asignaciones del Estado, con el fin de cumplir con los principios de la Descentralización: *equidad, transparencia, justicia social y distributiva*.

En el presente capítulo se ha recogido el criterio de especialistas en el tema y su análisis a cada una de las leyes anteriormente citadas, presentando sus pro y contra hacia las mismas y su consecuencia en el ámbito ecuatoriano.

### **2.1.1 LEY DEL MERCADO DE VALORES**

La Ley del Mercado de Valores tiene su aparición en el año de 1994 y su última reforma fue publicada en el Registro Oficial el 23 de Julio del año de 1998, y su ámbito abarca el Mercado de Valores en sus segmentos bursátil y Extrabursátil, las Bolsas de Valores, las Asociaciones Gremiales, las Casas de Valores, las Administradoras de Fondos y Fideicomisos, las Calificadoras de Riesgo, los emisores, las Auditoras Externas y demás participantes que de cualquier manera actúen en el Mercado de Valores.

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

El Capítulo VIII “De las Inversiones del Sector Público en el Mercado de Valores” de la mencionada Ley es donde se hallan estipulados los lineamientos legales que regirán las negociaciones del Sector Público.

Entre los puntos más importantes que se mencionan en la Ley se puede citar el hecho de que toda inversión y compra-venta de activos financieros que exceda mensualmente del valor equivalente a 1.000 UVC de entidades del Sector Público deberán realizarse de manera obligatoria a través de las Bolsas de Valores existentes en el país, sin embargo, la Ley aclara que los depósitos en cuentas corrientes y de ahorros, además de las operaciones de reporto no están obligadas a negociarse en bolsa debido a que esta clase de operaciones no se encuentran implementadas por ellas.

Por medio de una serie de entrevistas realizadas a expertos en el tema, incluyendo corredores de las principales Casas de Valores tanto de Guayaquil como de Quito, tal es el caso del Econ. Jaime Béjar, Subgerente de Inversiones de la Administradora de Fondos del Banco de Guayaquil, indicó que con la lectura de la Ley de Mercado de Valores se puede apreciar que no existe una disposición que rija para las negociaciones menores a los 1.000 UVC de las Instituciones del Sector Público, lo cual es lamentable, debido a que existen muchas instituciones que no invierten en bolsa, tales como las generadoras de energía eléctrica, telefonía pública, agua potable, entre otras. Las mismas manejan grandes cantidades de recursos que son invertidas en el mercado Extrabursátil y este mercado no se encuentra regulado por esta ley, dándose la posibilidad de mayor inversión en una sola región.

Además, el Artículo 39 de la presente Ley indica que se deberá presentar reportes de las negociaciones realizadas a las Bolsas de Valores y Superintendencia de Compañías por parte de las Instituciones del Sector Público con el objetivo de obtener un mercado que sea “*transparente*”, además de crearse una vía más para eliminar la corrupción.

Sin embargo, no todas las Instituciones del Sector Público apoyan lo determinado por la Ley del Mercado de Valores del Ecuador, que indica que toda negociación que

exceda los 1.000 UVC deberá obligatoriamente negociarse a través de las Bolsas de Valores del Ecuador, tal es el caso de un funcionario de la Corporación Financiera Nacional, que mediante una entrevista en la cual pidió el anonimato, indicó que este valor en dólares apenas alcanza los USD\$ 2,629 y que la mayoría de las negociaciones superan enormemente dicha cantidad, y debido a los costos que representan al cliente y al tiempo que demandan, encarecen la inversión a realizarse, razón por la cual se inclina por el aumento del margen del monto de las negociaciones a través de las Bolsas de Valores, para que de este modo disminuyan los costos y negociar de manera Extrabursátil.

### **2.1.2 LEY ESPECIAL DE DESCENTRALIZACIÓN DEL ESTADO Y PARTICIPACIÓN SOCIAL**

Como parte de los artículos que conforman la Ley Especial de Descentralización del Estado y Participación Social, la misma que tiene su aparición en el año de 1997, se encuentra el Artículo 34 que se refiere a la “*Inversión de recursos del Sector Público e Información*”, y que presenta los lineamientos legales para las inversiones de las Instituciones Públicas y cuyo análisis es el objetivo de la presente tesis.

A continuación se presentará el contenido del Art. 34:

*“Las inversiones, colocación de recursos y compraventa de activos financieros de todo origen, a través del Mercado Financiero y de Valores, deberán efectuarse equitativamente por región, de manera que el 50% de dichas operaciones se dirija a la Sierra y Oriente y el otro 50% se destine a la región Costa e Insular.*

*La compraventa de activos financieros que realicen las entidades del Sector Público en ambas regiones deberán realizarse en partes iguales, en cuanto a porcentaje de participación, al monto efectivo, monto ajustado por plazo, plazo de*

*negociaciones y al tiempo en el que ocurran, de manera que se realicen simultáneamente en las dos regiones antes mencionadas.*

*El volumen de dichos recursos que las entidades del Sector Público administren y el impacto de ellos en el Sector Productivo, los plazos, montos de tales inversiones, colocación de recursos y compraventa de activos financieros serán reportados mensualmente por las instituciones participantes en el Mercado Financiero y de valores a sus respectivos organismos de control dentro de los primeros tres (3) días laborables de cada mes.*

*Las entidades del Sector Público reportarán mensualmente al Banco Central del Ecuador los plazos, montos de inversión, colocación de recursos y compraventa de activos financieros.*

*Un resumen por región de estos reportes será publicado durante los diez (10) primeros días calendario de cada mes por las Bolsas de Valores y por el Banco Central del Ecuador. Las Bolsas de Valores publicarán un resumen de montos y plazos promedios por región de lo invertido a través de Bolsas. El Banco Central del Ecuador publicará los totales en montos y plazo promedios por región”.*

Mediante la lectura del Artículo 34 de la Ley Especial de Descentralización del Estado y Participación Social se puede ver que indica claramente que los recursos se distribuyan equitativamente entre las regiones, con el fin de que exista una igualdad de recursos disponibles. Sin embargo, en base a múltiples entrevistas a personal de las principales Instituciones Públicas, Casas de Valores de las ciudades de Guayaquil y Quito, Bolsas de Valores del Ecuador, además de organismos de control tales como el Banco Central del Ecuador, entre las principales conclusiones que se han encontrado está el hecho de que el Art. 34 no es la forma más idónea para que exista una descentralización efectiva, debido a que se están concentrando de igual manera los recursos entre las dos ciudades principales del país: Quito y Guayaquil, las únicas

que a su vez poseen Bolsas de Valores donde se puede llevar a cabo operaciones bursátiles; marginándose al resto de provincias, y sin llegar a una captación total de todos los posibles inversionistas del mercado como por ejemplo las provincias del Oriente y la provincia del Azuay las mismas que son altamente productivas y donde existe una gran cantidad de recursos los mismos que muchas veces se encuentran improductivos y que podría resultar una excelente alternativa de financiamiento para proyectos de desarrollo, sin embargo, frente a este argumento el Econ. Víctor Campoverde, Vicedirector del Área Técnica y Desarrollo de la Bolsa de Valores de Guayaquil sostiene:

*“ Que mediante el Sistema de Subasta Interconectada las distancias entre las diferentes ciudades del país y la ciudad donde se encuentra la Bolsa de Valores (Quito o Guayaquil) desaparecen totalmente debido a que fácilmente se pueden conectar vía un computador.”*

De igual manera la Ingeniera Verónica Maldonado de Produvalores sostiene:

*“El sistema Datatec nos permite estar conectados a nivel nacional y los operadores de Quito que estén en red pueden acceder a cierres desde sus oficinas, de igual manera para los de Guayaquil o de cualquier parte del país.”*

Otro criterio muy importante fue el emitido por el Econ. Fabián Albuja, Director Técnico de la Bolsa de Valores de Quito, quien nos indica:

*“Que en realidad lo que el país debe buscar es liberar el mercado, al momento de obligar por ley que toda institución pública debe invertir 50% en una región y otro 50% en la otra, se está inhibiendo a la Institución de buscar la mejor opción de inversión de tal modo que no pueda buscar la mejor colocación de sus recursos limitando su margen de ganancia”.*

Por último se puede agregar que del análisis de este Artículo se ha encontrado grandes dificultades para su aplicación, especialmente porque no especifica quien es el organismo que aplique la sanción correspondiente a la Institución Pública que infrinja la ley. De tal modo que comienza a regir una ley pero sin embargo, no se indica quien debe velar por su cumplimiento, tan sólo se nombra por medio de su Artículo 35 la sanción correspondiente, como se puede apreciar a continuación con la lectura del contenido del mismo.

*“Art. 35.- De las sanciones.- El incumplimiento de las obligaciones establecidas en el presente Capítulo causará la destitución del representante legal o del principal de la institución respectiva.”*

### **2.1.3 REGLAMENTO DE SUBASTA SERIALIZADA DE ACTIVOS FINANCIEROS PÚBLICOS**

A partir de la emisión de los Artículos 34 y 35 de la Ley de Descentralización del Estado y de Participación Social, se vió la necesidad de crear un reglamento que regule la manera de negociación de las diferentes Instituciones del Sector Público; esta fue la razón para que mediante Resolución del Consejo Nacional de Valores CNV –98-006 se emita el Reglamento de Subasta Serializada e Interconectada para las inversiones y compra-venta de activos financieros de las Instituciones Públicas.

La Subasta Serializada es un mecanismo de negociación mediante el cual, el mismo sistema electrónico procede a la concesión automática de las ofertas (demandas), es decir, se adjudicarán las mismas en función del mejor rendimiento o mejor precio según corresponda, en cuanto al funcionamiento de este sistema muchos especialistas tales como el Ing. Jorge Ramos, Gerente General de la Casa de Valores del Pacífico considera lo siguiente:

*“El Sistema de Subasta Serializada es idóneo para el tratamiento de las ofertas y demandas dentro del marco legal que lo regula. Su concepción, inclusive, se está trasplantando a la operación de otros mercados, dadas las bondades que presentan. Cualquier dificultad que se pudo presentar, se ha subsanado o superado con un mejor conocimiento de su operativa.....en general, la técnica de la Subasta Serializada, permite un conocimiento más oportuno y universal de las posiciones que proponen los entes públicos. Y esto le da transparencia a las negociaciones generando oportunidad a un mayor número de actores del mercado. Las negociaciones se cierran con las mejores posturas eliminando compromisos externos del mercado.”*

Mediante la Subasta Serializada e Interconectada se cumple con los principios de **“Transparencia, equidad y justicia distributiva”**, que son propios de un proceso de Descentralización, debido a que el mecanismo posee dos tipos de subastas, uno dirigido a la región Costa-Insular y otro a la región Sierra-Oriente, además automáticamente asigna cupos por emisor de tal modo que el 50% del cupo será para los emisores de la región Costa-Insular y el otro 50% a la región Sierra-Oriente; además, las dos Bolsas de Valores Quito y de Guayaquil se encuentran totalmente interconectadas entre sí, de tal manera que existe una unión de los dos mercados existentes en el país.

#### **2.1.4 INSTRUCTIVO PARA EL CONTROL DE INVERSIONES PÚBLICAS**

Para que una ley pueda cumplirse de una manera eficaz es necesario que se provea de un organismo de control, el mismo que velará por el fiel cumplimiento de los estatutos legales, es así que en 1999 se promulga el **Instructivo para el Control de las Inversiones Públicas** por parte de la Superintendencia de Bancos, indicando que la misma será el organismo encargado de ejercer los procedimientos de control y

vigilancia y mediante el “Instructivo para el Control de las Inversiones Públicas” se señala dichos procedimientos.

El mencionado instructivo se encuentra formado de las siguientes partes:

1. Normas cuyo cumplimiento debe vigilar.
2. El ámbito de Control y Vigilancia.
3. Control y Vigilancia de las colocaciones e inversiones realizadas por el Sector Público tanto en el Mercado Bursátil como el Extrabursátil.
4. Colocación de los recursos o inversiones de las Instituciones Financieras Públicas en Instituciones Financieras Privadas, a prorrata de su patrimonio técnico.
5. De las Sanciones.
6. Excepciones a la negociación bursátiles.
7. De la información.

A continuación mencionaremos los puntos principales del instructivo para tener una idea clara sobre su contenido.

- La Superintendencia de Bancos es el organismo que debe vigilar que se cumplan todas las disposiciones que rigen las inversiones del Sector Público, tanto en el Mercado Bursátil como el Extrabursátil.
- Los auditores internos como los externos de las Instituciones Públicas deberán presentar un informe a la Superintendencia de Bancos, en el cual se pueda verificar el cumplimiento de la Ley Especial de Descentralización y Participación Social, el mismo no se encontrará disponible al público de manera detallada pero el conglomerado de todas las Instituciones Financieras Públicas se encontrará disponible en los reportes mensuales del Banco Central.

- Toda operación ya sea entre las Entidades Públicas, operaciones de reporto, depósitos en cuenta corriente y de ahorro, aún cuando no exista reglamento para ser realizadas a través del Mercado Bursátil, deben cumplir con los requisitos de la Ley de Descentralización.

Según la Sra. Ninoska Leimberg, representante de Multivalores nos indica que:

*“El fin de la Ley de Descentralización en lo que respecta al Artículo 34 es que todas las negociaciones que realizan las Instituciones Públicas se realicen por medio de entes totalmente transparentes como son las Bolsas de Valores, de tal manera que todos los ecuatorianos podamos observar lo que están realizando las mismas, sin embargo, no olvidemos que siempre será necesario la vigilancia constante de parte de los organismos de control”.*

En el año 1997 cuando se emite los Artículos 34 y 35 de la Ley Especial de Descentralización y Participación Social, los mismos no mencionan el organismo llamado a velar que se cumpliera la Ley, es después de dos años, que por medio de la Resolución No. 167 se emite el Instructivo para el Control de Inversiones Públicas donde nombra como ente regulador a la Superintendencia de Bancos, es decir, que durante dos años la aplicación del Sistema de Descentralización en lo que respecta a las inversiones realizadas por las Instituciones del Sector Público no se encontraron controladas por organismo alguno dándose la posibilidad de un incumplimiento a la Ley, cabe recalcar así mismo que el mencionado instructivo designa como ente controlador a la Superintendencia de Bancos pero la misma ejerce control solamente a las Instituciones Financieras Públicas, razón por la cual es necesario que exista un ente controlador también para las Instituciones no Financieras que pertenecen al Sector Público.

### **2.1.5 DECRETO NO. 589 SOBRE INVERSIONES FINANCIERAS DEL SECTOR PÚBLICO**

Como se pudo apreciar, todas las entidades y organismos referidos en las leyes anteriores y aquellas en las que el Estado sea propietario de acciones o participaciones que superen el 51% de su capital suscritos, deberán ceñirse al Art. 34, sin embargo, existe una gran cantidad de tipos de inversiones las cuales no estaban al alcance de las leyes anteriormente analizadas tales como los fondos de jubilación y fideicomisos, que reciben y/o administran directamente o indirectamente, asignaciones o transferencias de recursos públicos.

De este modo mediante el Decreto No. 589 del Registro Oficial 128 de Julio 26 del 2000 se emite una serie de artículos por medio de los cuales el Gobierno Nacional establece los mecanismos necesarios para poder regular de manera más completa todas las inversiones del Sector Público.

El Decreto No. 589 indica que las asociaciones de servidores públicos, fondos de jubilación, fondos de cesantía y fideicomisos, que reciben y/o administran, directa o indirectamente, asignaciones o transferencias de recursos públicos **que representen el 20% o más del total de sus ingresos anuales**; deberán realizarse obligatoriamente y exclusivamente a través del Mercado de Valores del Ecuador.

Cabe recalcar que el alcance del mencionado decreto obliga además que todas las inversiones, colocación de recursos y compra-venta de activos financieros deben realizarse en Instituciones Financieras, nacionales o extranjeras domiciliadas en el país, o en títulos que hayan sido inscritos en el Registro del Mercado de Valores del Ecuador por empresas domiciliadas en el país ya sean nacionales o extranjeras de tal manera que se garantice liquidez al mercado ecuatoriano restringiendo la fuga de los

recursos al exterior; con excepciones de aquellas Instituciones Públicas cuyas inversiones, colocación de recursos y compraventa de activos financieros que poseen leyes especiales o los correspondientes a la Reserva Monetaria Internacional y las que sean autorizadas por el Directorio del Banco Central del Ecuador en función de las necesidades del Estado, además ordena que aquellos fondos que se encuentren en el exterior al publicarse esta Ley deberán en forma inmediata al respectivo vencimiento de las mismas regresar al mercado ecuatoriano.

## **2.2 MECANISMOS DE OPERACIÓN QUE RIGEN A LAS INVERSIONES DEL SECTOR PÚBLICO EN EL MERCADO BURSÁTIL DEL ECUADOR**

### **2.2.1 MECANISMOS UTILIZADOS ANTES DE REGIR EL ARTÍCULO 34 DE LA LEY ESPECIAL DE DESCENTRALIZACIÓN**

Antes de la emisión de la Ley de Descentralización las entidades financieras públicas que querían negociar activos financieros u otros títulos-valores, lo podían hacer a través del mecanismo de la Oferta Pública o sino los negociaban directamente con alguna institución interesada sin necesidad de pasar por algún mecanismo especial para su adjudicación.

La Oferta Pública de Valores es la propuesta dirigida al público en general para negociar valores en el mercado, la oferta podía ser primaria o secundaria.

Para efectuar una oferta pública de valores se debía de cumplir con algunos requisitos como el de tener una calificación de riesgo para valores representativos de deuda o de titularización, y encontrarse inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

### **2.2.2 MECANISMO DE SUBASTA SERIALIZADA E INTERCONECTADA**

El mecanismo de Subasta Serializada es un sistema interconectado de negociación de valores, que comenzó a utilizarse a partir de la aplicación del Art. 34 de la Ley de Descentralización, en este sistema participan las Casas de Valores miembros de las Bolsas de Valores tanto de Guayaquil como de Quito y las Instituciones Públicas a través del funcionario designado para ello. La subasta se la efectúa de manera remota desde unos terminales que se encuentran en las Casas de Valores, las Entidades Públicas o en la Rueda de Piso de ambas Bolsas.

La utilización de este mecanismo de Subasta Serializada para las negociaciones de los títulos-valores de las Instituciones Públicas en las Bolsa de Valores del Ecuador fue reglamentado en la Resolución del Consejo Nacional de Valores No. 6 y publicada en el Registro Oficial No. 332 del 21 de mayo de 1998.

El Sistema de Subasta Serializada comprende dos posturas, la de la Oferta y la de la Demanda, para que una Institución Pública pueda participar en esta subasta primeramente debe comunicarlo a ambas Bolsas de manera simultánea por fax, en forma electrónica o por comunicación escrita.

Cada día bursátil se lleva a cabo 4 ruedas de subastas de oferta y cuatro ruedas de subasta de demanda, cada rueda tiene una duración de 50 minutos, las fases que comprende la rueda de subasta para la oferta y para la demanda se detallan a continuación.

### **2.2.2.1 SUBASTA SERIALIZADA E INTERCONECTADA DE OFERTA**

#### **Fases de la Subasta de Oferta de Valores**

Las fases de la Subasta de Oferta son:

- La presentación de Posturas
- La inscripción
- La Subasta
- La Adjudicación

Previa a estas fases la Institución Pública interesada en vender algún título-valor deberá presentar a través de su funcionario autorizado un aviso de oferta y este lo hará con un día hábil bursátil de anticipación. Este aviso debe contener datos como:

- Nombre de funcionario representante de la Entidad Pública
- Fecha de negociación
- Monto nominal
- Tipo de valor y fecha de valor
- Decreto, clase y serie
- Plazo y fecha de vencimiento del título, entre otros

Cabe indicar que en caso de que un aviso de una Subasta de Oferta de Valores quisiera ser retirado se lo podrá realizar hasta 30 minutos posteriores a la apertura de la rueda electrónica en las Bolsas de Valores, del día que corresponde la subasta.

En el Gráfico #4 se puede apreciar como cada uno de los campos que presenta el Sistema de Subasta Serializada para el Ingreso del Aviso son completados por el funcionario público con los datos que se requiere para esta fase.

**Gráfico #4**

**Ingreso de Aviso para la Subasta de Oferta**

Clase de aviso :	OFERTA	Región :	Costa - Insular
Título :	BEN BONO ESTADO LEY 9817		
Emisor :	MDF MINISTERIO DE FINANZAS		
Moneda :	D DOLAR EEUU		
Entidad pública :	BNF BANCO NACIONAL DE FOMENTO		
Funcionario :	LUIS LUNA		
Monto nominal venta :	00		
Monto mínimo :			
Fracción básica :			
Fecha de negociación :	21/09/2001	Viernes	
Fecha de emisión :	13/12/1999	Lunes	Desmaterializados : NO
Fecha de vencimiento :	13/12/2006	Miércoles	Plazo por vencer : 1882
Período de capital :	6	Meses	Base días (Num Den) : 360 360
Período de intereses :	6	Meses	Interés : 5.9100
Con cupon :	Si		
Fecha valor :	21/09/2001	Viernes	Días valor :
Decreto :		Clase : 1	Serie : AA3
Reajuste Tasa de Interés :	S		
Fórmula de reajuste :	Libor Natwest 180 días+2		
Período reajuste de intereses :	IC	Días transcurridos :	
Plazo total :	2520	Plazo real por vencer :	1909

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Con este aviso de Oferta el Sistema de Subasta Serializada da a conocer a todos los participantes en forma simultánea e inmediata y con información para todos, el interés que tiene la Institución Pública por vender un determinado título-valor, en el Gráfico #5 que se encuentra a continuación se puede ver este aviso a través del Sistema de Subasta.

### Gráfico #5

#### Avisos de Oferta

CV	Funcionario	Fecha Negociación	Emp	Pú	Cls	Emi	M	Monto nominal	Monto mínimo	Fracción básica	Días	Tasa Nominal	Cup	R	Ck
CFND	FELIPE LEON	20/09/2001	CFN	BEN	MDF	D		500,000.00	500,000.00	500,000.00	3323	0	5.9100	S	S
CFNS	FELIPE LEON	20/09/2001	CFN	BEN	MDF	D		500,000.00	500,000.00	500,000.00	3323	0	5.9100	S	C

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

A continuación se presentará el detalle de cada una de las fases de la Subasta de Oferta de Valores.

#### ➤ La presentación de Posturas

Después de que la Institución Pública con un día hábil de anticipación da a conocer al mercado el deseo de vender el papel, debe convertir el Aviso en una Oferta en firme, esto lo hace el día en que se va a llevar a cabo la subasta, cuando esto ocurre la institución a través de su funcionario indica el precio mínimo con cuatro decimales o rendimiento máximo, con dos decimales, estos datos son opcionales, en el Gráfico #6 se aprecia que existen dos ventanas, la inferior muestra los papeles que han sido puestos en el aviso y la ventana superior indica los papeles que pasaron de ser aviso a una postura en firme.

## Gráfico #6

### Postura en Firme de la Subasta de Oferta

EC - SUBASTAS SERIALIZADAS Ofertas															
Presentación de posturas:		11:30	a	11:45	Inscripción:		11:45	a	11:50	Subasta:		11:50	a	12:20	
Ofertante	Emp	Descripción			Monto nominal	Monto mínimo	Fracción básica	Días	%Rend	%TIR	Precio	FY	Demandas		
CV	Usuario	R	Púb	Cls	Emi	M							Re/Pr/TIR		
CFNS	FLEON	C	CFN	BEN	MDF	D	500,000.00	500,000.00	500,000.00	3323	20.0000	21.0000	48.8357	0	20.0000
CFNQ	FELIPE	S	CFN	BEN	MDF	D	500,000.00	500,000.00	500,000.00	3323	20.0000	21.0000	48.8357	0	20.0000

EC - SUBASTAS SERIALIZADAS Avisos de oferta																	
Ingresar		Consultar															
CV	Funcionario	Fecha Negociación	Emp	Púb	Cls	Emi	M	Monto nominal	Monto mínimo	Fracción básica	Días	Tasa	FV	Nominal	Cup	R	Ck
CFNQ	FELIPE LEON	20/09/2001	CFN	BEN	MDF	D	500,000.00	500,000.00	500,000.00	3323	0	5.9100	S	S			
CFNS	FELIPE LEON	20/09/2001	CFN	BEN	MDF	D	500,000.00	500,000.00	500,000.00	3323	0	5.9100	S	C			

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

#### ➤ La Inscripción

Luego de que se ha presentado la Postura en firme de la Oferta, viene la fase de la Inscripción, esta es una fase opcional que permite a quienes deseen adquirir los papeles ofertados inscribirse en la postura de oferta que le interese participar para que de esta manera puedan monitorear solamente dichas posturas, esta inscripción se la puede realizar hasta el final del período de subasta.

### ➤ La Subasta

Esta es la fase en que los interesados por adquirir el papel (demandantes) comenzarán a competir para satisfacer los requerimientos de la Institución Pública que presentó su postura de oferta, van ingresando sus posturas de demanda a través de sus terminales en forma secuencial, cada postura de demanda que se ingresa deberá ofrecer un precio o rendimiento que sea igual o mejor al precio mínimo o rendimiento máximo, entre cada ingreso de demanda que se presenta deberá existir una mejora de rendimiento de mínimo del 0.125 %.

A continuación se aprecia como se hacen los ingresos de las demandas a la oferta de un título-valor.

**Gráfico #7**

#### **Ingresos de Demandas para la oferta de un Título-Valor**

Ofertante	Emp	Descripción	Monto nominal	Monto mínimo	Fracción básica	Días	%Rend	%TIR	PrecioFV	Demandas
CFNS FLEON	C	CFN BEN MDF D	500,000.00	500,000.00	500,000.00	3323	20.0000	21.0000	48.8357 0	20.0000
CFNQ FELIPE	S	CFN BEN MDF D	500,000.00	500,000.00	500,000.00	3323	20.0000	21.0000	48.8357 0	20.0000

Hora	Emi	%Rend	%TIR	Precio	Monto T	Monto asignado	CV	Usuario
11:58:00	MDF	20.0000	21.0000	48.8357	500,000.00	500,000.00	PCVG	GRACE

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

### ➤ La Adjudicación

En esta fase el sistema adjudica de entre todas las posturas de demanda ingresadas en el momento de la subasta, el que ofrezca por el papel el mejor precio o rendimiento, si

existiera dos demandas de igual precio o rendimiento el sistema adjudicará a la demanda que ingresó primero, lo realiza en forma automática y en línea, mostrando las Casas de Valores que están siendo adjudicadas y los montos de las mismas.

En caso de que no se adjudicara el total de la oferta, el sistema calcula el saldo por cerrar para que de esta manera la Institución Pública decida si desea colocar este saldo en las otras ruedas del mismo día y así equipare las transacciones en el mismo día.

#### ***2.2.2.2 SUBASTA SERIALIZADA E INTERCONECTADA DE DEMANDA***

De la misma manera como la Subasta Serializada de la Oferta la Subasta de Demanda tiene fases que se detallará a continuación.

#### **Fases de la Subasta de Demanda de Valores**

Las fases de la Subasta de Demanda son:

- Ingreso de condiciones de la demanda
- La inscripción
- Registro de Preferencias por plazos
- La Adjudicación

Antes del ingreso de las condiciones de la demanda, la Institución Pública a través de su funcionario autorizado hará el respectivo Aviso de Demanda, en el que ingresará entre otros los siguientes datos:

- Nombre del funcionario representante de la Entidad Pública
- Fecha de Negociación
- Monto Disponible

- Tipos de Valores
- Clase o serie
- Plazos
- Fecha valor
- Emisores, entre otros

Cuando las Bolsas de Valores reciben el respectivo Aviso de Oferta o de Demanda deben de informar a la Superintendencia de Compañías y al mercado. Un aviso de Demanda se lo podrá hacer hasta una hora posterior de comenzado la jornada bursátil y si se desea retirar el aviso lo podrá hacer la Institución Pública hasta 15 minutos antes del inicio de la Subasta.

Para apreciar como se completan los campos con los datos que se requiere para el Aviso de Demanda se coloca a continuación el siguiente gráfico:

**Gráfico #8**  
**Ingreso de Aviso para la Subasta de Demanda**

Detalle de demanda específica para papel Tipo II			
Título :	BEN	BONO ESTADO LEY 9817	Fecha : 20/09/2001
Emisor :	MDF	MINISTERIO DE FINANZAS	Hora : 11:58:00
Moneda :	D	DOLAR EEUU	
Entidad pública :			
Monto nominal venta :	500.000.00	Monto mínimo :	500.000.00
Fracción básica :			
Fecha de emisión :	13/12/1999	Lunes	
Fecha de vencimiento :	13/12/2010	Lunes	Plazo por vencer : 3323
Periodo de capital :	6	Meses	Base días (Num Den) : 360 360
Periodo de intereses :	6	Meses	Interés : 5.9100
Próximo cupón (S/N) :	S		
Fecha Valor :	20/09/2001	Jueves	Días valor : 0
Rend. nominal anual :	20.0000	Rend. efectivo anual : 21.0000	Precio : 48.8357
Comisión :	.1000	Flat sobre el Valor Efectivo	
Plazo total :	4018	Plazo real por vencer :	3371
Días transcurridos :		Días último período :	
Intereses devengados :		%Saldo por amortizar :	100.0000
Valor efectivo :	244.178.39		
Institución :	CASA DE VALORES, PICAVAL	Ciudad :	GUAYQUIL
Nombre usuario :	GRACE		

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

➤ **Ingreso de condiciones de la demanda**

En esta fase de *Ingreso de las condiciones de la demanda* el funcionario de la Institución Pública demandante convierte lo que era un Aviso en una Postura en firme, especificando el tipo de títulos-valores, fecha valor, los emisores, la clase o serie, plazos, etc. El cupo total por emisor, el plazo máximo, el rendimiento, tasa o precio por plazo son ingresados al sistema pero no son difundidos al mercado.

**Gráfico #9**

**Postura en Firme de la Subasta de Demanda**

Detalle de demanda papeles tipo I

Moneda : D DOLAR EEUU

Entidad pública : BEV BANCO ECUATORIANO VIVIENDA

Monto nominal compra : 10,000.00

Fecha valor : 14/11/2001 Miércoles Días valor :

Comisión : 0.0000

Títulos :

Cod	Nombre
CDP	CERT. DEPOSITO A PLAZO
PAL	POLIZAS DE ACUMULACION

Plazos

Plazo	%Rend min	%Rend max
90	5.0000	

Emisores

Emisor	Cupo	Plazo
MCH	10,000.00	90

Institución : BANCO ECUATORIANO VIVIENDA Ciudad : GUAYAQUIL

Nombre usuario : GANDRADE Fecha : 14/11/2001 Hora : 10:46:55

Imprimir

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

➤ **La Inscripción**

En la Inscripción, los operadores de las Casas de Valores y funcionarios del Sector Público ingresan sus posturas de oferta de la subasta particular en la que desean intervenir.

➤ **Subasta y Registro de Preferencias por plazos**

Cuando se tiene la información de las ofertas válidas viene el Registro de Preferencia por plazos, en la que el demandante ingresará por cada plazo el porcentaje preferido a efectos de la adjudicación.

➤ **La Adjudicación**

En la Adjudicación, el sistema así mismo procede a adjudicar la demanda de acuerdo al mejor precio, tasa o rendimiento, considerando la preferencia de plazos ingresadas por el demandante y así mismo los cupos por emisor.

Cabe indicar que en caso de que se interrumpa el Sistema de Subasta Serializada por problemas de comunicación, se suspenderá temporalmente hasta que se reanude la conexión. Las comisiones que provengan de las inversiones del Sector Público que se adjudiquen a través de este sistema son repartidas sin importar la región en las que se presenta la postura, por igual entre las Bolsas de Valores de Guayaquil y la de Quito.

El Sistema de Subasta Serializada también permite hacer consultas de las negociaciones que se hicieron en días anteriores (hasta dos meses anteriores) así como un detalle de los datos de los papeles, esto se lo puede apreciar a través de los Gráficos #10 y #11.

**Gráfico #10**  
**Consulta de Emisores**

Fecha	Hora	Comprador	Vendedor	Cls	Avl	M	Valor nominal	Num	FV	C	%Int	Días	Precio	%TEA	%Rend
20/09/2001	12:20:00	PCV GRACE	CFN FLEON	BEN	MDF	D	500,000.00	1	0	S	5.9100	3323	48.8357	21.0000	20.0000
20/09/2001	12:20:00	PRM JOSE	CFN FELIPE	BEN	MDF	D	500,000.00	1	0	S	5.9100	3323	48.8357	21.0000	20.0000

Total: 2      Monto transado en sucres:      Monto transado en dólares: 488,357.00

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

**Gráfico #11**  
**Selección del Título-Valor**

Fecha Emisión	Fecha Vencimien	Plazo Total	%Saldo a Amortizar	Período Capital	Período Interés	Unidades Período	Períodos Gracia C	Interés	Valor nominal	Canti	Días	Base Denominador
13/12/1999	13/12/2006	2520	100.0000	6	6 Meses	4	5.9100	1,000	90000	IC	360	360
13/12/1999	13/12/2006	2520	100.0000	6	6 Meses	4	5.9100	775,000	2	IC	360	360
13/12/1999	13/12/2006	2520	100.0000	6	6 Meses	4	5.9100	10,000	10000	IC	360	360
13/12/1999	13/12/2006	2520	100.0000	6	6 Meses	4	5.9100	50,000	10000	IC	360	360
13/12/1999	13/12/2006	2520	100.0000	6	6 Meses	4	5.9100	100,000	10000	IC	360	360
13/12/1999	13/12/2006	2520	100.0000	6	6 Meses	4	5.9100	500,000	10000	IC	360	360
13/12/1999	13/12/2010	3960				4	5.9100	1,000	90000	IC	360	360
13/12/1999	13/12/2010	3960				4	5.9100	10,000	10000	IC	360	360
13/12/1999	13/12/2010	3960				4	5.9100	50,000	10000	IC	360	360
13/12/1999	13/12/2010	3960				4	5.9100	100,000	10000	IC	360	360
13/12/1999	13/12/2010	3960				4	5.9100	500,000	10000	IC	360	360
13/12/1999	13/12/2010	3960				4	5.9100	1'500,000	1	IC	360	360
13/12/1999	13/12/2010	3960				4	5.9100	30,000	1	IC	360	360
13/12/1999	13/12/2010	3960				4	5.9100	20,000	1	IC	360	360

Vecimiento del Cupón	% Valor Amortizar	% Valor Interés
13/06/2000		
13/12/2000		
13/06/2001		
13/12/2001		
13/06/2002	11.0611	2.9550
13/12/2002	11.0611	2.6281
13/06/2003	12.2378	2.3013
13/12/2003	12.2378	1.9397
13/06/2004	12.2378	1.5780
13/12/2004	12.2378	1.2164
13/06/2005	11.7671	.8548
13/12/2005	11.7671	.5071
13/06/2006	2.6963	.1593
13/12/2006	2.6961	.0797

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Una vez que se ha detallado cada una de las fases para la Subasta Serializada tanto para la Oferta como para la Demanda se procederá a acotar con algunos puntos que se consideran importantes, con respecto a este Sistema y que se ha analizado en base al funcionamiento del mismo.

El beneficio que trae contar con un Sistema que se esté usando al mismo tiempo en ambas Bolsas es primordial puesto que lo que está pasando con la negociación de cada papel lo está conociendo a cada momento el mercado, existe por lo tanto un monitoreo continuo. Otro beneficio que trae el uso de este sistema es el de la reducción de costos de publicación, porque se lo hace a través de los terminales y no a través de los diarios como se venían dando tiempos atrás, así mismo el contar con terminales en las Casas de Valores, en las Instituciones Públicas ahorra en gran medida los gastos por logística.

Si bien es cierto que fue autorizado el uso de este sistema a través de las Bolsas de Valores del país, actualmente existen solamente dos, que están ubicadas en las ciudades de Guayaquil y Quito, limitando a todo el país y a las Casas de Valores a estas dos únicas Bolsas.

Uno de los problemas que se observa es que cada Institución Pública debe vender el 50% en la región Costa-Insular y el otro 50% en la región Sierra-Oriente, pero el valor o rendimiento que se negocie en cada una de las regiones no son necesariamente iguales, puesto que en la región Costa-Insular puede existir una mayor demanda, haciendo que la Institución Pública obtenga un mejor precio, pero en la región Sierra-Oriente puede no existir una gran demanda y en el peor de los casos puede existir hasta una sola demanda, pero por cumplir con el porcentaje de negociación en cada bolsa el sistema le adjudica por ser el mejor postor, de tal modo que no se obtenga un mejor rendimiento debido a la falta de puja en el precio, originando la posibilidad de que exista arbitraje, al existir una diferencia de rendimientos obtenidos por un mismo papel en un mismo mercado.

### **CAPITULO III**

## **EVOLUCIÓN DEL COMPORTAMIENTO DEL ESTADO ECUATORIANO EN EL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR**

En el presente capítulo se ha realizado un análisis sobre el comportamiento del Estado Ecuatoriano a través de sus diferentes Instituciones Públicas en el Mercado de Valores del Ecuador, para ello se ha realizado un estudio histórico con el fin de conocer el porcentaje de las inversiones o compra-venta de títulos-valores realizadas por el Sector Público, además de analizar los diferentes tipos de títulos negociados por cada una de las instituciones y las rentabilidades obtenidas mediante los mismos, sin embargo, antes de empezar con el correspondiente análisis se mencionará algunos lineamientos teóricos presentados en la Ley de Mercados de Valores.

Es necesario recordar que el Mercado de Valores utiliza los mecanismos previstos en esta Ley, para canalizar los recursos financieros hacia las actividades productivas, a través de la negociación de valores en los segmentos bursátil y Extrabursátil.

El Mercado Bursátil es el que se encuentra conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores, realizadas en éstas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la Ley de Mercados de Valores.

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

Además se entenderá como negociaciones de mercado privado aquellas que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor sin la intervención de intermediarios.

Durante la elaboración de la presente tesis, los autores se encontraron con información inexistente en el mercado y debido además a la poca colaboración por parte de los organismos controladores sobre las negociaciones del Sector Público en el mercado Extrabursátil, el presente estudio se encuentra enfocado exclusivamente al Mercado Bursátil del Ecuador.

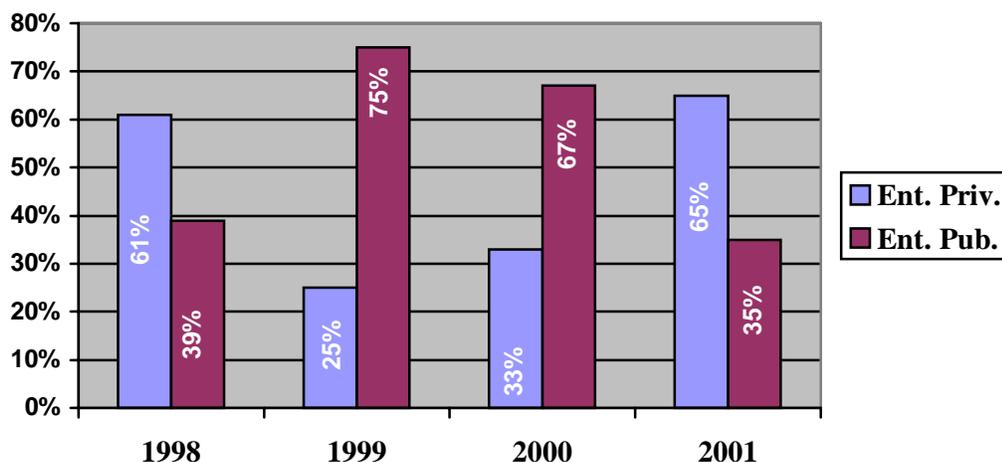
### **3.1 EVOLUCIÓN DEL COMPORTAMIENTO DE LAS INVERSIONES DEL SECTOR PÚBLICO ECUATORIANO EN EL MERCADO BURSÁTIL**

Para poder realizar un análisis sobre el comportamiento del Sector Público en el Mercado de Valores del Ecuador después de la aplicación del Art. 34 de la Ley Especial de Descentralización del Estado, se procederá primero a estudiar la evolución de las operaciones que ha realizado el Sector Público dentro del Mercado Bursátil durante los años comprendidos entre 1989 hasta el primer semestre del 2001, además se analizará la presencia que posee el Sector Público en el Mercado Bursátil Ecuatoriano y la evolución de las inversiones de las diferentes Instituciones Públicas en el mismo, por un lapso de tiempo comprendido por los años 1994 hasta junio del año 2001, con el objetivo de que se pueda observar los cambios ocurridos a partir de 1998 cuando comienza a regir el Artículo 34, al tomar como referencia cuatro años antes y tres años después de aplicarse la Ley.

Según información proporcionada por el Banco Central del Ecuador, la composición de las negociaciones del Estado realizadas tanto con entidades del sector privado o del mismo Sector Público desde el año 1998 ha sido la siguiente:

**Gráfico #12**

**Inversiones en Activos Financieros del Sector Público**



Fuente: Banco Central del Ecuador.- Departamento de Estadística  
Elaboración: Los autores

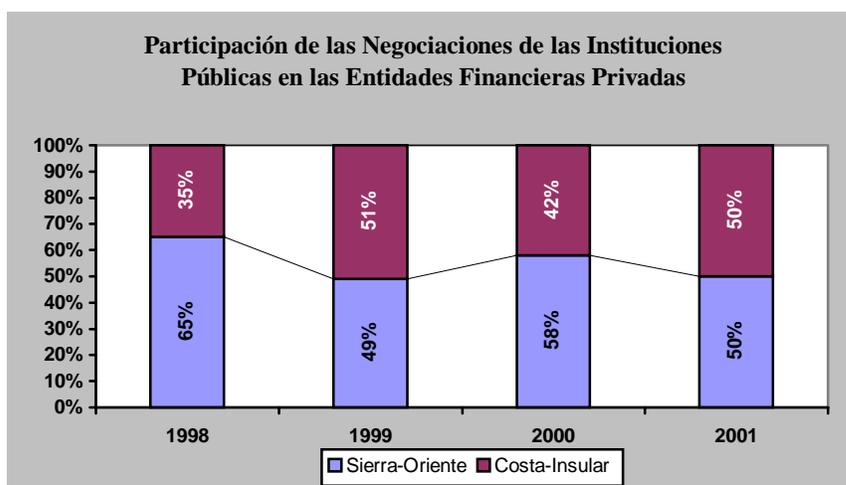
Como se puede apreciar en el Gráfico #12, en todos los años se presenta un importante porcentaje de las negociaciones realizadas entre las mismas Instituciones Públicas; por ejemplo en el año 2000 el porcentaje negociado con las entidades privadas bordea apenas el 33% promedio frente a un 67% correspondiente a las entidades públicas. Como la inversión, colocación y compra-venta de activos financieros realizado entre Instituciones Públicas no se encuentran regidas por el Art. 34, debido que la Ley las considera de ámbito nacional<sup>11</sup>, se puede inferir que la mayoría de los recursos del Sector Público destinados a activos financieros no se

<sup>11</sup> INSTRUCTIVO PARA EL CONTROL DE INVERSIONES PÚBLICAS, (1999), Art. 1-9

encuentran necesariamente invertidos un 50% en la región Sierra-Oriente y un 50% en la región Costa-Insular.

En el Gráfico #13 se puede observar la distribución de las inversiones, colocaciones y compra-venta de títulos-valores en el mercado nacional, en lo que corresponde a las negociaciones con entidades financieras privadas, sobre las cuales rige el Artículo 34 de la Ley Especial de Descentralización del Estado y Participación Social.

**Gráfico #13**

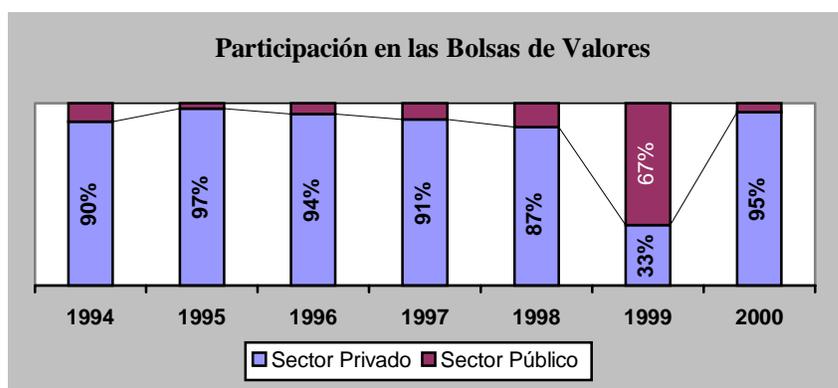


Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

En base al Gráfico #13, se puede apreciar que en cuanto a las negociaciones de activos financieros con el sector privado, a pesar de comenzar a regir el Artículo 34 de la Ley de Descentralización, las mismas en el año 1998, se encontraban concentradas en una sola región del país con un 65% y fue en 1999 cuando comienzan a distribuirse de una manera más equitativa en ambas regiones; sin embargo, para el año 2000 nuevamente se presenta una mayor negociación en la región Sierra-Oriente para luego distribuirse de una manera equitativa para el primer semestre del año 2001.

En el Gráfico #14 se puede apreciar la participación que poseen las negociaciones en las Bolsas de Valores en los diferentes sectores de la economía ecuatoriana:

**Gráfico #14**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

La participación del Sector Público en los montos totales negociados en el Mercado Bursátil han representado en promedio 16% de las negociaciones lo que demuestra que no existe una alta dependencia del Mercado Bursátil de las transacciones que haga el gobierno a través de él, por supuesto con excepción del año 1999 en donde el 67% de las negociaciones en bolsa son realizadas por el Estado.

En el Gráfico #15 se puede observar la participación de las Instituciones Públicas en el Mercado Bursátil Ecuatoriano según la región, de esta manera se puede apreciar que existía una mayor participación en las negociaciones pertenecientes a la región Sierra-Oriente principalmente al comienzo de la década de los noventa; es a raíz de la aplicación del Sistema de Descentralización en el país y debido a las negociaciones que las diferentes Instituciones del Sector Público venían realizando en el Mercado Bursátil, se emite el Artículo 34 de la Ley Especial de Descentralización del Estado y Participación Social en el año 1997 y cuya vigencia rige desde el año de 1998 con lo cual las decisiones de inversión y compra-venta de activos financieros por parte del

Sector Público comienzan a cambiar de forma drástica hasta cumplir con lo indicado en el Artículo 34.

**Gráfico #15**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

A continuación se presentan los principales títulos-valores negociados por las Instituciones Públicas desde el año 1994 hasta el primer semestre del año 2001 en el Mercado Bursátil, así mismo se incluirá un breve concepto de cada uno de ellos.

Entre los principales papeles negociados por el Sector Público en el Mercado Bursátil se encuentran:

- Avales Bancarios

Son emitidos por bancos e instituciones financieras y es una forma de garantizar el pago de una letra de cambio o pagaré, el dador del aval quedará obligado en la misma forma que la persona que de quien se constituya como garante.

- Bonos de Estabilización Monetaria

Son bonos emitidos solamente por el Banco Central del Ecuador, se los utilizaba para regular la liquidez de acuerdo a su programación monetaria, se emitían semanalmente mediante subastas a través de la mesa de dinero de la entidad emisora.

- Bonos del Estado

Consistían en títulos emitidos por el Gobierno a través del Ministerio de Finanzas, cuya finalidad es la captación interna de recursos para financiar el Déficit Fiscal perteneciente al presupuesto del Gobierno. Sus tasas de interés pueden ser tanto fijas como variables.

- Cédulas Hipotecarias

Poseen como objetivo captar recursos para financiar la actividad de la construcción y son emitidos al portador, sus intereses son pagaderos en períodos y se devengan con el sistema de cupones. Los emisores son bancos e instituciones financieras, algunas pueden ser sorteadas antes de su vencimiento de tal manera que se procede a cancelar al tenedor del título de forma inmediata.

- Certificados de Depósito a Plazo

Son títulos de depósitos que recogen dinero de personas naturales o jurídicas que desean colocar su dinero a un plazo determinado y a una tasa de interés fija, los intereses son cancelados al vencimiento junto con el capital; son emitidos por los bancos y sociedades financieras.

- Certificados de Tesorería

Son títulos emitidos por el Ministerio de Finanzas los cuales son cancelados al vencimiento de los mismos. Son instrumentos de bajo riesgo y poseen una tasa de descuento generada por el valor al vencimiento y valor nominal negociado.

- Letra de Cambio

Los emisores pueden ser los bancos o instituciones financieras y es un título de crédito en el cual interviene un deudor, un garante y la institución avalista; ésta última es la que garantiza el pago. El riesgo se encuentra en función de la institución avalista.

- Obligaciones

Son títulos mediante los cuales la persona natural o jurídica se compromete a realizar un pago de un capital más intereses en una fecha determinada a una institución financiera, el emisor puede ser una compañía anónima y de responsabilidad limitada o empresas del Sector Público.

- Pagarés

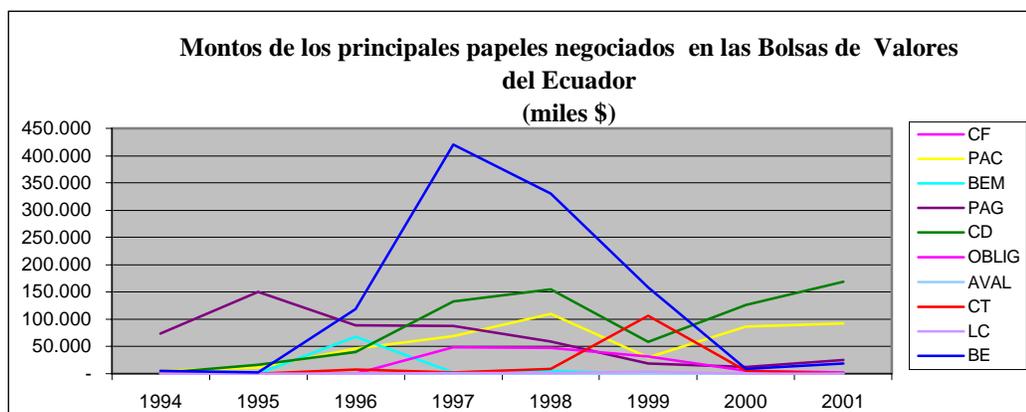
Son títulos mediante los cuales una persona natural o jurídica se compromete a realizar un pago del capital más intereses en una fecha determinada a una institución financiera. El emisor puede ser un banco o entidad financiera.

- Póliza de Acumulación

La póliza de acumulación es la libranza o título que contiene una orden para percibir o cobrar alguna suma de dinero en un corto plazo previamente pactado y cuya renta esta determinada por la tasa de interés pactada libremente entre el emisor y el cliente, es decir, es de libre contratación.

Mediante el Gráfico #16 se puede apreciar el monto de los papeles negociados por el Sector Público.

Gráfico #16



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Los autores

Con el fin de analizar a mayor profundidad esta serie de cambios originados con el Artículo 34 de la Ley Especial de Descentralización y Participación Social, a continuación se observará la evolución de las negociaciones del Sector Público por institución en montos ajustados<sup>12</sup> desde el año 1994 hasta Junio del 2001 y su análisis respectivo. Además se presentará la evolución de las tasas de rentabilidad obtenidas por las Instituciones Públicas en los títulos-valores adquiridos, para este caso se eligió solamente ciertos papeles, tanto de la región Sierra-Oriente como de la región Costa-Insular. Ver Anexo 3.1.

A continuación se presentará la evolución de las negociaciones bursátiles realizadas por las principales Instituciones Públicas del Ecuador.

Se debe recordar que las Instituciones Públicas son empresas cuyo accionista mayoritario es el Estado Ecuatoriano excluyéndose los organismos seccionales. A continuación se presentará la lista de las instituciones que serán analizadas en esta

<sup>12</sup> Valor ponderado por plazo de una negociación (valor anualizado). Solo se ajustan las operaciones de renta fija de corto plazo. Valor ajustado = valor efectivamente pagado en la negociación\*(n/365)

parte de la tesis; donde además se realizará la presentación de cada una de ellas, así como de sus respectivos papeles negociados en el Mercado de Valores.

1. Banco Central del Ecuador
2. Corporación Financiera Nacional
3. Banco del Estado
4. Banco Ecuatoriano de la Vivienda
5. Banco Nacional de Fomento
6. Tesorería General de la Nación
7. Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social

El período de estudio comprende desde el año 1994 hasta el primer semestre del 2001 del cual se pretende analizar los montos invertidos y las rentabilidades obtenidas por las Instituciones Públicas anteriormente analizadas.

### **BANCO CENTRAL DEL ECUADOR**

El Banco Central del Ecuador es una entidad autónoma que en sus inicios fue creada para ejecutar la política monetaria, financiera, crediticia y cambiaria fijada por su Directorio, sin embargo, en la actualidad con la adopción de un nuevo sistema monetario llamado “Dolarización”, el Banco Central ha tenido que implementar nuevas reformas (TROLE I) con el objetivo de adaptarse al nuevo sistema monetario que rige actualmente nuestro país.

A continuación se nombrará los principales papeles que ha negociado esta institución en el Mercado de Valores:

\* Certificados Financieros

\* Pagarés

\* Bonos del Estado

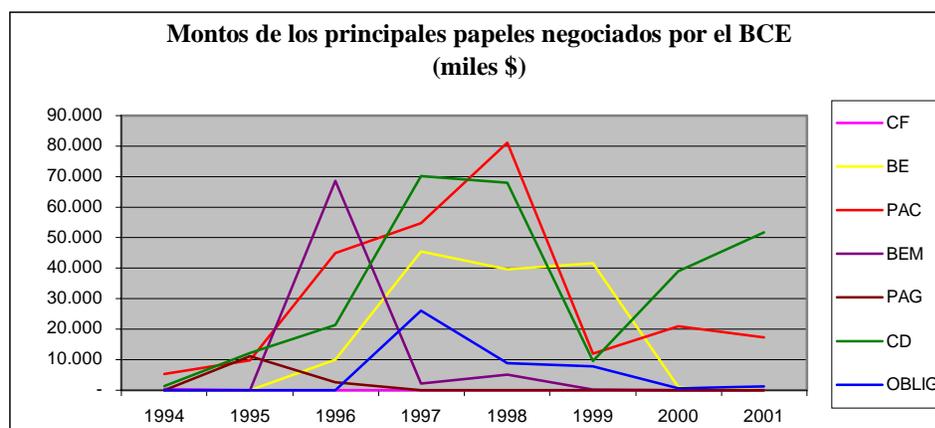
\* Certificados de Depósito

\* Pólizas de Acumulación

\* Obligaciones

\* Bonos de Estabilización Monetaria

Gráfico #17



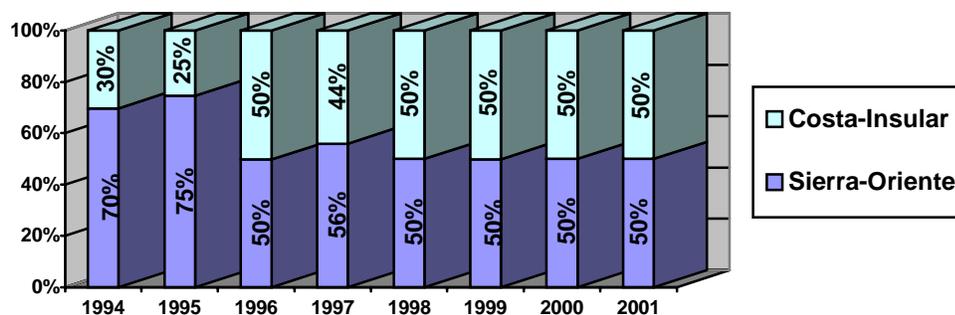
Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Los autores

Para poder analizar las negociaciones del Banco de Central del Ecuador en el Mercado de Valores durante el período comprendido desde 1994 hasta el primer semestre del 2001 se utilizará el siguiente gráfico:

Gráfico #18

**Porcentaje de Negociaciones del Banco Central del Ecuador en las  
regiones del país**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Los autores

Como se puede observar, en los primeros años la tendencia a negociar en una región más que en otra fue sumamente pronunciada; por ejemplo, las negociaciones en la región Sierra-Oriente en los años 1994 y 1995 fueron tres veces mayor que las realizadas en la región Costa-Insular, sin embargo, poco a poco el Banco Central del Ecuador fue realizando sus negociaciones de manera equitativa especialmente en el año de 1998 donde comienza a regir el Art. 34 de la Ley de Descentralización.

A continuación se presentará una tabla en la cual se encuentran los porcentajes negociados mes a mes a partir del año de 1998 del Banco Central del Ecuador en la región Sierra-Oriente.

**Tabla #1**

**Negociaciones Mensuales en la región Sierra-Oriente del Banco Central del Ecuador desde el año de 1998**

	<b>Ene</b>	<b>Feb</b>	<b>Mar</b>	<b>Abr</b>	<b>May</b>	<b>Jun</b>	<b>Jul</b>	<b>Ago</b>	<b>Sep</b>	<b>Oct</b>	<b>Nov</b>	<b>Dic</b>
<b>1998</b>	56,0%	49,2%	44,0%	52,2%	50,0%	50,0%	50,2%	50,0%	50,0%	49,9%	50,0%	50,0%
<b>1999</b>	50,0%	49,7%	48,7%	49,9%	49,7%	50,3%	50,0%	46,0%	50,0%	59,0%	50,1%	49,7%
<b>2000</b>	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
<b>2001</b>	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%						

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Los autores

Como se puede notar a través de la Tabla #1 el Banco Central del Ecuador ha ido cumpliendo casi en su totalidad lo ordenado en el Art. 34 de la Ley de Descentralización, manteniendo en promedio una variación del 6% en sus negociaciones mensuales.

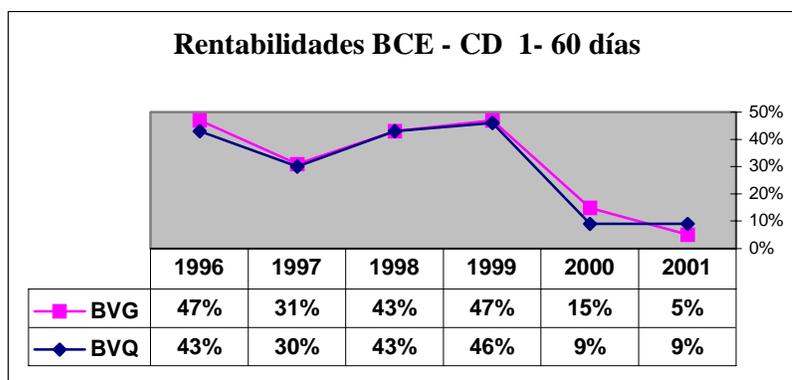
En el caso de las rentabilidades obtenidas por la institución durante el período comprendido entre 1994 hasta el primer semestre del 2001 se escogieron los certificados de depósito, las pólizas de acumulación y los bonos de estabilización monetaria como los papeles a analizarse debido a que la adquisición de los mismos es de manera continua durante el período analizado ( Ver Anexo 3.1), a continuación se

presentará el análisis respectivo tanto en lo referente a las rentabilidades como por montos negociados en cada región.

- Certificados de Depósito

Como se puede apreciar en los Gráficos # 19 y 20, las rentabilidades obtenidas en los papeles con plazos entre 1 a 60 días tanto en la Bolsa de Valores de Quito como en la Bolsa de Valores de Guayaquil presentan diferencias, en el caso de los papeles de 1 a 60 días las diferencias en las rentabilidades superan los seis puntos porcentuales sin embargo, para los papeles negociados con plazos entre 61 a 180 días se puede observar que en las rentabilidades obtenidas en la región Costa-Insular durante los años 1996, 1998 y 2000 son diez, doce y cinco puntos porcentuales mayores que las obtenidas en la región Sierra-Oriente respectivamente, con excepción en 1997 durante el cual la rentabilidad obtenida en la región Sierra-Oriente es mayor en nueve puntos porcentuales a la obtenida en la región Costa-Insular.

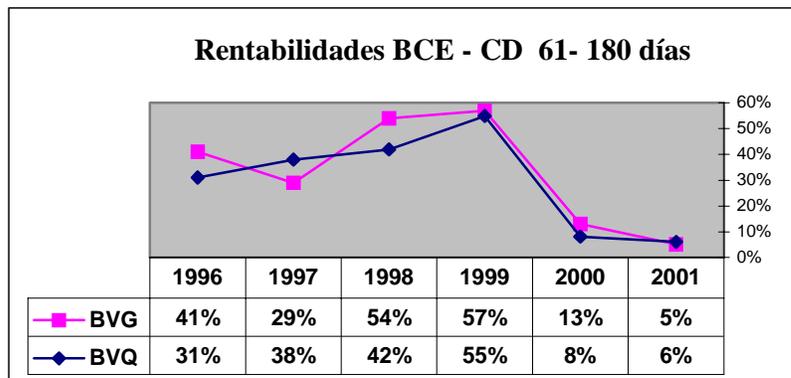
**Gráfico #19**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Los autores

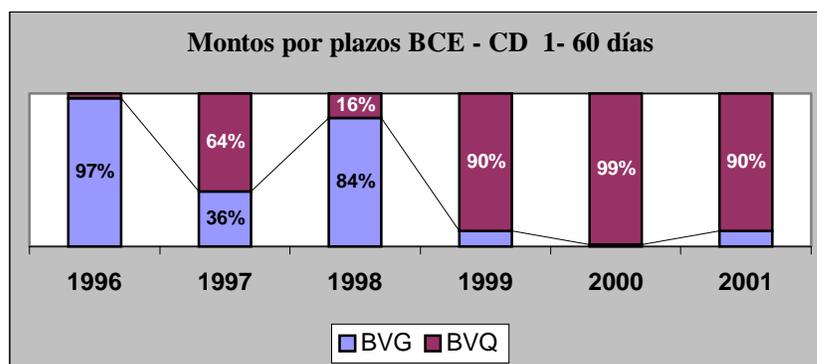
Gráfico #20



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

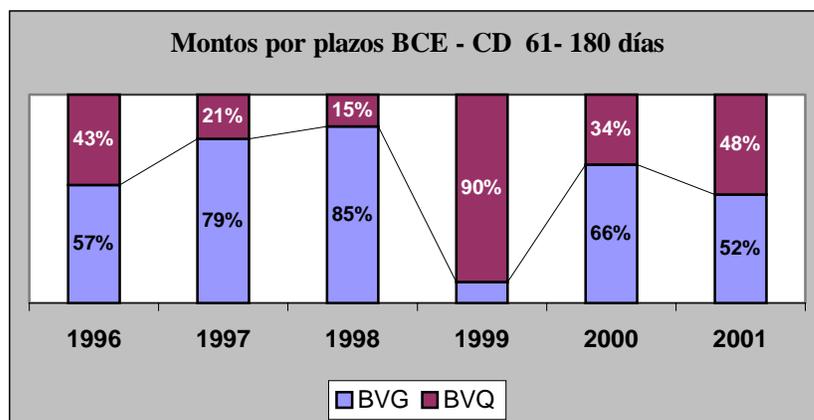
En lo referente a los montos negociados por plazos como se puede apreciar mediante los Gráficos # 21 y 22, las negociaciones en las diferentes Bolsas de Valores no se ha realizado de manera equitativa; por ejemplo, en los títulos con plazos de 1 a 60 días durante los últimos años se han realizado en la Bolsa de Valores de Quito, a pesar que como se analizó anteriormente la tasa de rentabilidad obtenida en el año 2000 es mayor en la BVG. En lo que respecta a los títulos de 61 a 180 días tampoco se ha cumplido con lo mandado por la Ley debido que en ningún año las negociaciones se realizan 50% en la región Sierra-Oriente y 50 % Costa-Insular y sucede el mismo caso que en el título anterior, para el año 1997 en el cual existe una rentabilidad mayor en la BVQ la institución invirtió en la BVG.

Gráfico #21



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

Gráfico #22

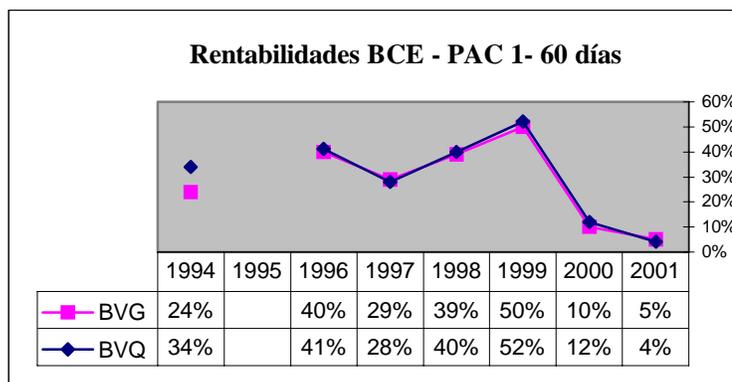


Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

- Pólizas de Acumulación

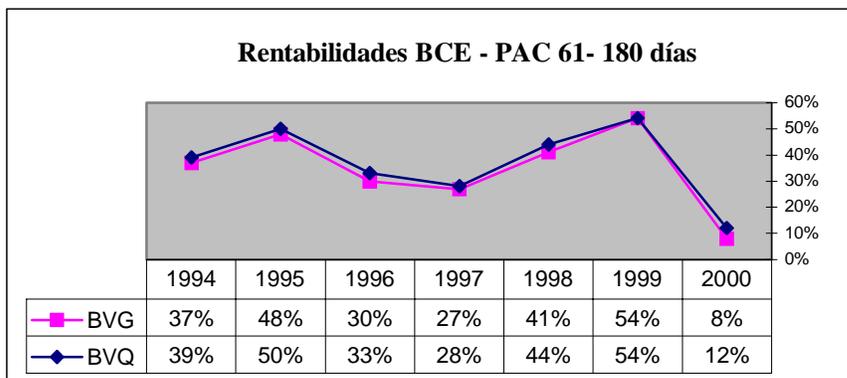
Como se puede apreciar en los Gráficos # 23, 24 y 25 las rentabilidades obtenidas en los papeles con plazos entre 1 a 60 días, de 61 a 180 días y de 181 a 360 días tanto en la Bolsa de Valores de Quito como en la Bolsa de Valores de Guayaquil presentan diferencias no mayores a los tres puntos porcentuales, con excepción de los papeles con plazos de 1 a 60 días los cuales en 1994 la rentabilidad obtenida en la BVQ superaba por diez puntos porcentuales a la obtenida en la BVG.

Gráfico #23



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

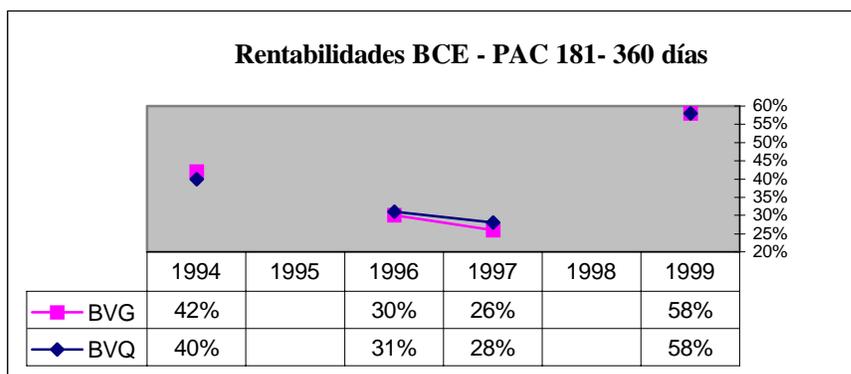
Gráfico #24



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Los autores

Gráfico #25

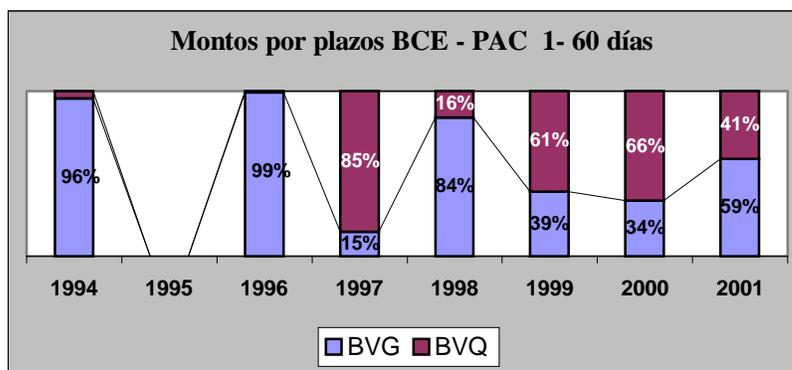


Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Los autores

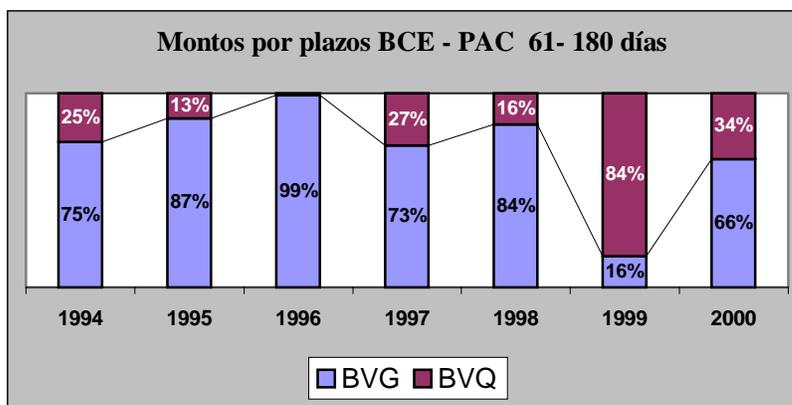
Con respecto a los montos negociados por plazos, se puede apreciar en los Gráficos #26, 27 y 28 que en ninguna de las negociaciones realizadas por la institución en el Mercado de Valores se ha cumplido con lo decretado en el Artículo 34 de la Ley Especial de Descentralización y Participación Social, con excepción de 1999 en los títulos de 181 a 360 días; existiendo una marcada preferencia por negociar en una sola región, a pesar de que las rentabilidades obtenidas en cualquiera de los títulos-valores analizados tengan diferencias mínimas.

Gráfico #26



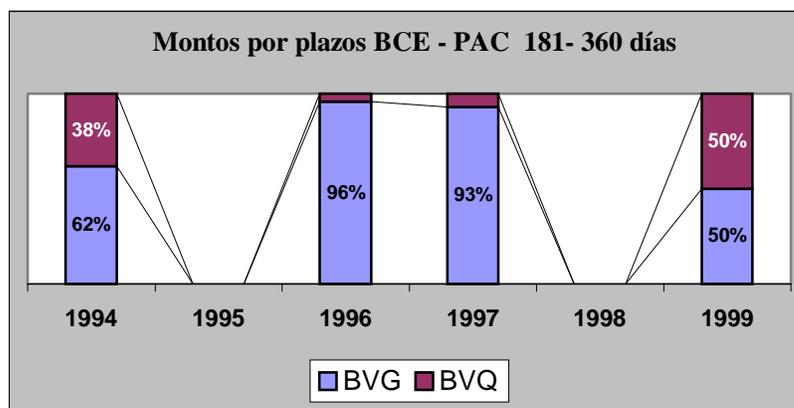
Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

Gráfico #27



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

Gráfico #28

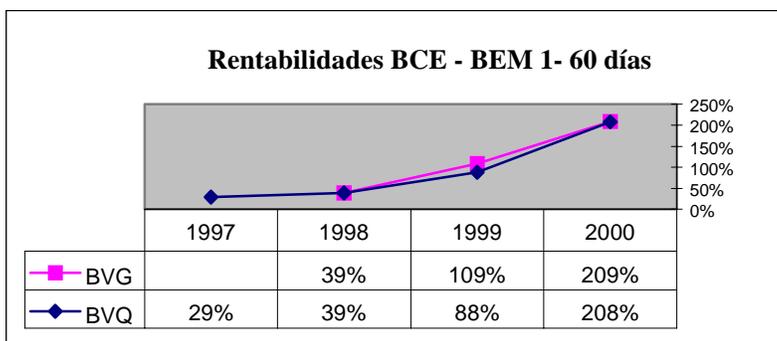


Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

- Bonos de Estabilización Monetaria

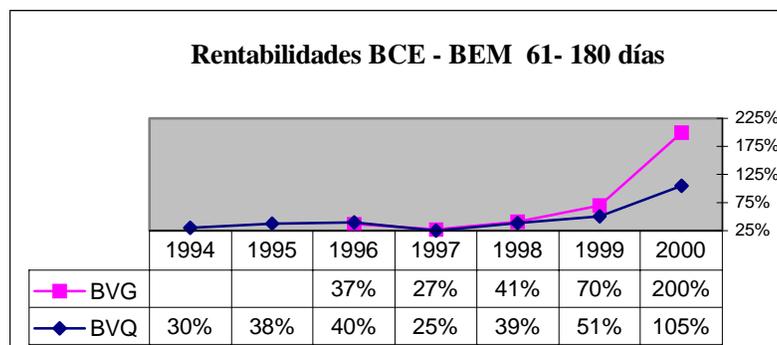
En el Gráfico #29 se aprecia que las rentabilidades obtenidas en los papeles con plazos entre 1 a 60 días negociados en la BVG obtuvieron 21 puntos porcentuales más de rentabilidad que los obtenidos en la BVQ para el año 1999. Para el caso de los papeles con plazos entre 61 a 180 días, se puede apreciar mediante el Gráfico #30, que durante los años 1994 y 1995 se negociaba solo por la BVQ hasta el año 1996 cuando se comienzan a negociar papeles en ambas bolsas, en lo referente a las rentabilidades durante los tres primeros años de negociaciones en ambas bolsas no existen diferencias mayores a los tres puntos porcentuales hasta el año 1999 donde las rentabilidades obtenidas en la BVG son 19 puntos porcentuales mayores que las rentabilidades de la BVQ, encontrándose que para el 2000 los papeles negociados en la BVG representan casi el doble de la rentabilidad obtenida en la BVQ. Mediante el Gráfico #31 se puede apreciar que durante los primeros años del período analizado la institución negociaba sólo en la región Sierra-Oriente y desde el año de 1996 comienza a negociar en ambas regiones obteniendo diferencias en sus rentabilidades de hasta cinco puntos porcentuales, con excepción del año 1999 en la cual negocia sólo en la BVG, para el 2000 presenta rentabilidades iguales.

Gráfico #29



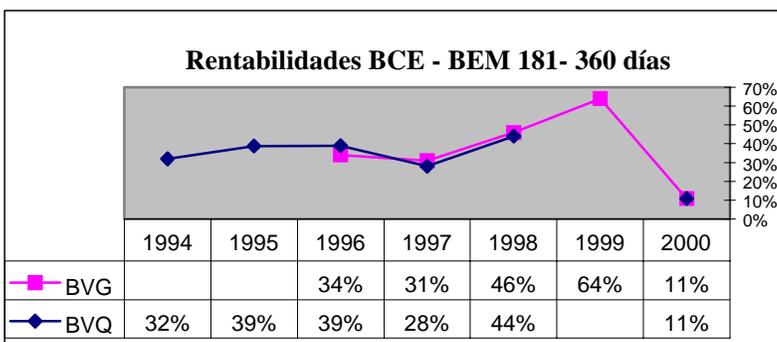
Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

Gráfico #30



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

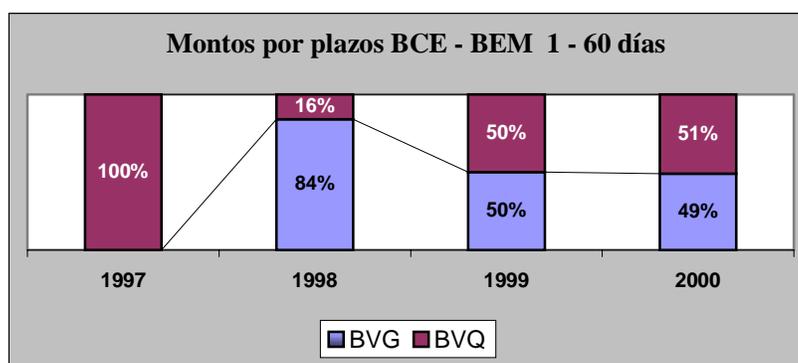
Gráfico #31



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

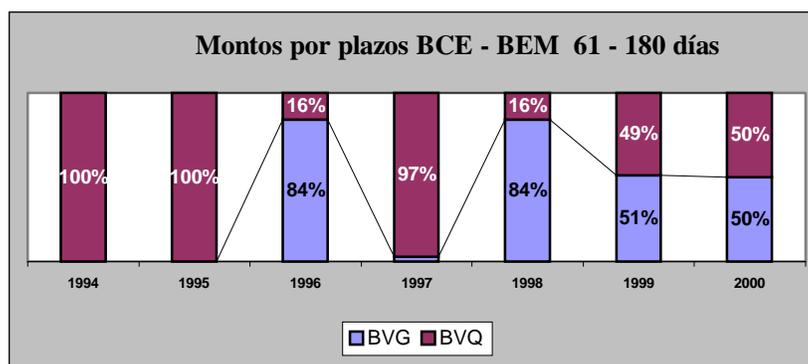
En lo referente a los montos negociados por plazos como se puede apreciar en los gráficos siguientes, que en todos los plazos se presentan las mismas características, durante los primeros años del período analizado las negociaciones se realizaban por la BVQ con excepción del año de 1996 en el cual las negociaciones se realizan mayoritariamente en la BVG, a partir del año de 1999 se comienzan a distribuir de forma equitativa las negociaciones con excepción de los BEM con plazos de 181 a 360 días (Gráfico #34) en el cual se negocia el 100% en la BVG.

**Gráfico #32**



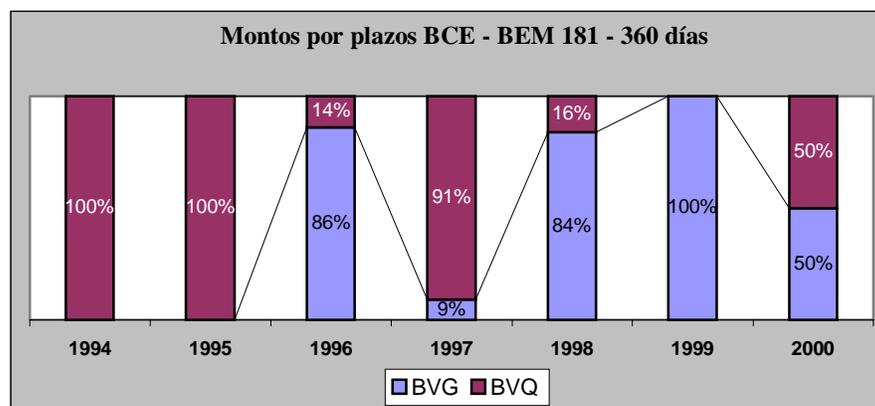
Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

**Gráfico #33**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

Gráfico #34



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

### **BANCO ECUATORIANO DE LA VIVIENDA**

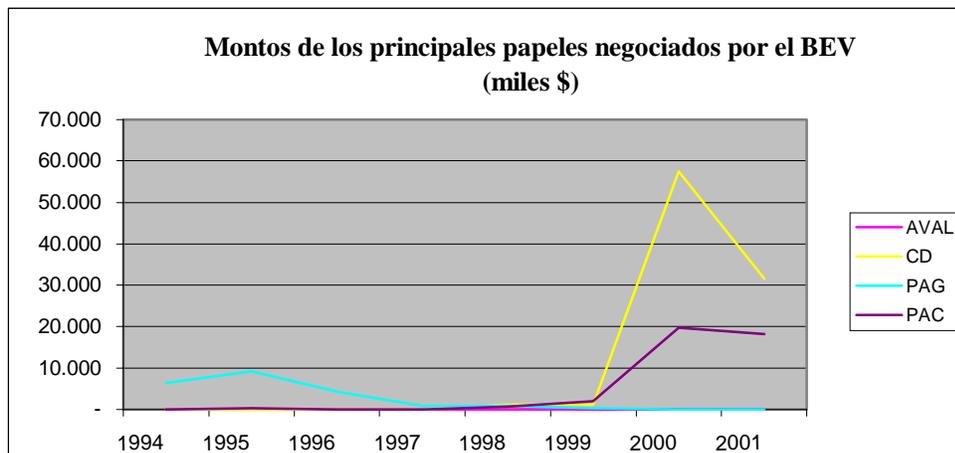
Esta institución fue creada con el objetivo primordial de promover y facilitar la construcción de viviendas baratas, coordinando esta función con el estímulo al esfuerzo individual, mediante la creación simultánea de mutualistas de ahorro y préstamos.

El BEV ofrece financiamiento a constructores para que proyecten y levanten viviendas de interés social, accesible a sectores de bajos ingresos, actividad cada vez más interesante para inversionistas y promotores. Ofrece préstamos de mediano y largo plazo que les permita acceder a su vivienda en condiciones pagaderas y sostenibles.

A continuación se presenta los principales papeles que ha negociado esta institución en el Mercado de Valores:

- \* Aavales Bancario
- \* Pagarás
- \* Certificados de Depósito
- \* Pólizas de Acumulación

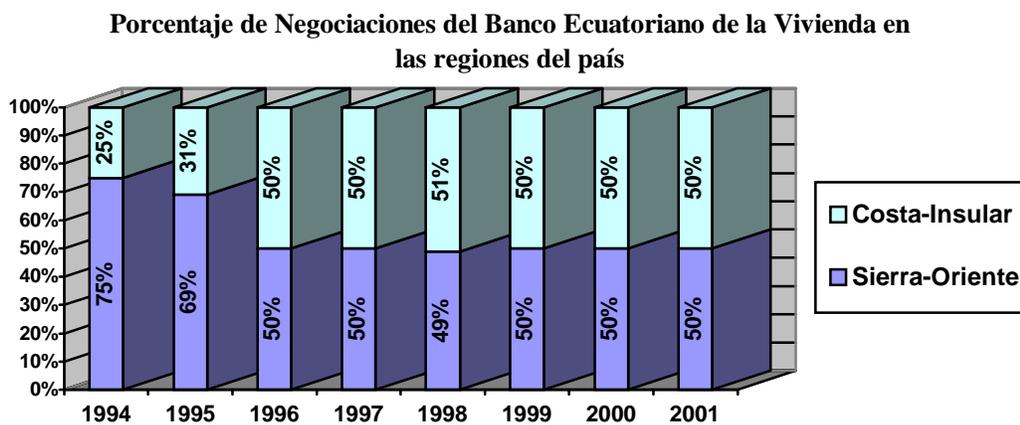
Gráfico #35



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

Mediante el Gráfico #36 se puede analizar las negociaciones realizadas por el Banco Ecuatoriano de la Vivienda durante el período comprendido entre 1994 hasta el primer semestre del 2001.

Gráfico #36



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

Como se puede apreciar en el Gráfico #36 durante los dos primeros años del período analizado el mayor porcentaje de las inversiones, colocaciones y compra-venta de títulos financieros se encuentra concentrado en la región Sierra-Oriente, es en los siguientes años que debido a la aplicación del Art. 34 que el porcentaje en ambas regiones comienza a equilibrarse, existiendo simplemente la diferencia permitida por la Ley, que indica que no puede ser mayor a los cinco puntos porcentuales.

**Tabla #2**

**Negociaciones Mensuales en la región Sierra-Oriente del Banco Ecuatoriano de la Vivienda desde el año de 1998**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
<b>1998</b>	0,0%	0,0%	0,0%	48,9%	49,1%	0,0%	60,9%	100,0%	35,6%	41,2%	0,0%	94,2%
<b>1999</b>	50,1%	53,4%	49,3%	49,9%	27,0%	55,4%	50,0%	50,7%	49,9%	50,1%	50,0%	50,1%
<b>2000</b>	50,0%	50,3%	50,0%	46,0%	50,0%	50,0%	50,1%	50,0%	50,0%	50,0%	49,9%	50,0%
<b>2001</b>	50,0%	50,2%	50,0%	50,0%	50,0%	50,3%						

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Las autoras

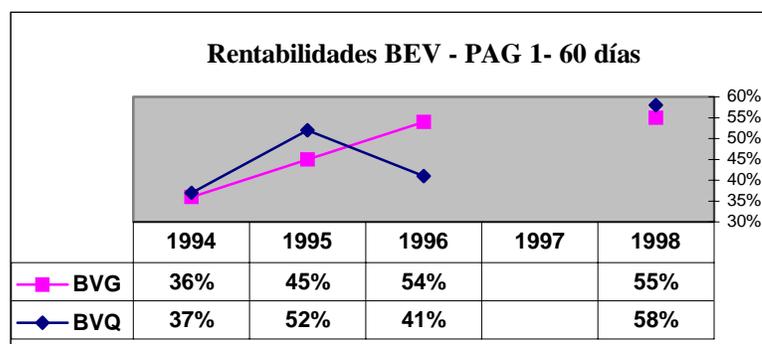
Como se puede ver en la Tabla #2 el Banco Ecuatoriano de la Vivienda no es la excepción en el incumplimiento del Art. 34 de manera mensual, teniendo negociaciones del 100% en la región Sierra-Oriente en el mes de Agosto de 1998 y de tan sólo 27% en el mes de Mayo de 1999.

Para el caso de las rentabilidades obtenidas por la institución durante el período comprendido entre 1994 hasta el primer semestre del 2001 se escogió entre los papeles negociados, los pagarés con los plazos de 1 a 60 días y de 61 a 180 días al ser los únicos títulos negociados por la institución de manera continua en el tiempo (Ver Anexo 3.1), a continuación se presentará el análisis respectivo tanto en lo referente a las rentabilidades como por monto negociado en cada región.

- Pagarés

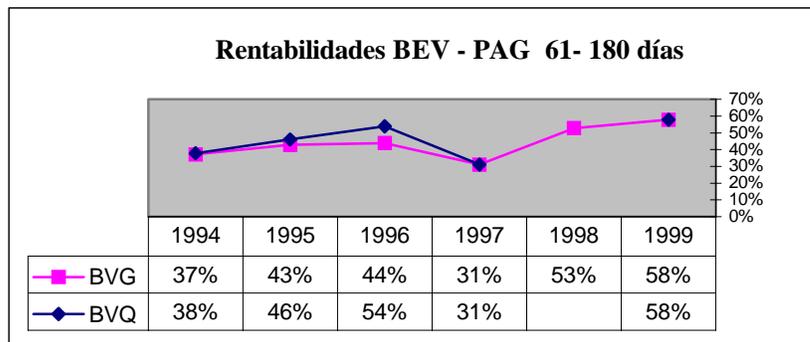
Como se puede apreciar en el Gráfico #37, las rentabilidades obtenidas en los papeles con plazos entre 1 a 60 días entre una y otra región poseen diferencias; tal como se presenta en 1996, en el cual las rentabilidades obtenidas en la BVG son mayores a las obtenidas en la BVQ con trece puntos porcentuales, sin embargo, para 1998 se puede observar que las diferencias disminuyeron notablemente. Para el caso de los pagarés con plazo de 61 a 180 días, los cuales se pueden apreciar en el Gráfico #38, se presentan también diferencias en las rentabilidades obtenidas en ambas bolsas del país, así lo demuestra el año 1996 donde se puede apreciar que la rentabilidad obtenida en los títulos negociados en la BVQ llegan a poseer diez puntos porcentuales sobre los negociados en la BVG y desde 1997 las rentabilidades obtenidas de las negociaciones en ambas bolsas no presentan diferencias.

**Gráfico #37**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

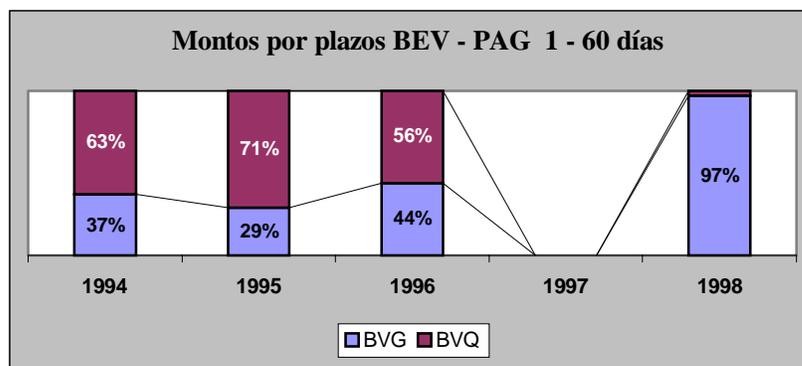
Gráfico #38



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

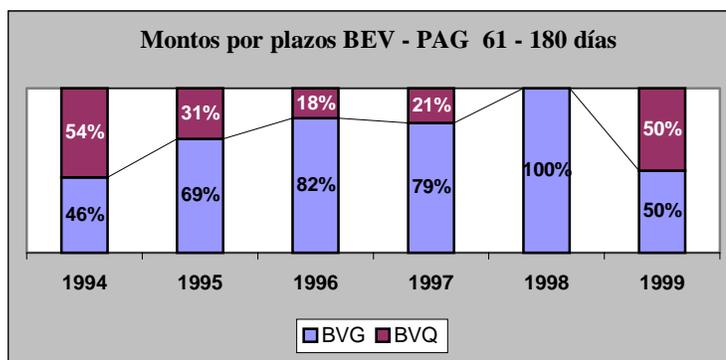
Con respecto a los montos negociados por plazos se puede apreciar que en el caso de los pagarés con plazos entre 1 a 60 días del período analizado, Gráfico #39, durante los primeros años la mayor parte de las negociaciones se realizaban en la BVQ, incluso en el año 1996 en el cual los títulos-valores negociados en la BVG obtenían una mayor rentabilidad, tan sólo en el año 1998 llega a ser una excepción al realizarse el 97% de las negociaciones en la BVG. Según el Gráfico #40 se presenta el mismo caso para los pagarés con plazos de 61 a 180 días en los cuales la mayor parte de las negociaciones se realizan en cambio en la BVG aún en los años en los cuales se presentan mayores rentabilidades en los títulos de la BVQ.

Gráfico #39



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

Gráfico #40



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

## INSTITUTO ECUATORIANO DE SEGURIDAD SOCIAL

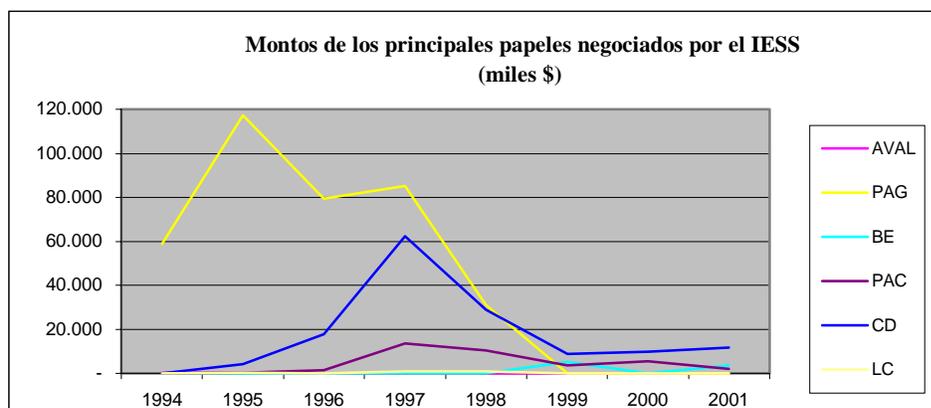
El Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) es una entidad autónoma, encargada de organizar y aplicar el Sistema de Seguridad Social en el Ecuador.

La comisión interventora que se instauró en 1998 para dirigir el IESS y llevar a cabo sus proyectos se planteó como sus objetivos el de racionalizar su estructura, modernizar su gestión, aplicar la descentralización y recuperar el equilibrio financiero, pero el principal de ellos es la de brindar beneficios a la clase afiliada por medio de la afiliación de jubilación, la cesantía, el montepío, los préstamos quirografarios, los fondos de reserva, el seguro campesino y medicinas en general.

A continuación se detalla los principales papeles que ha negociado la institución en el Mercado de Valores:

- \* Avales Bancario
- \* Bonos del Estado
- \* Pólizas de Acumulación
- \* Pagarés
- \* Certificados de Depósito
- \* Letras de Cambio

Gráfico #41



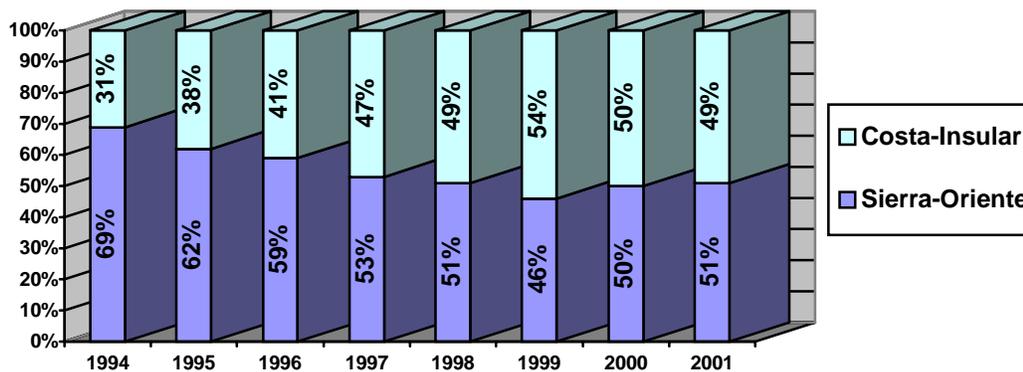
Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Los autores

A través del Gráfico #42 se observa las negociaciones realizadas por el Instituto de Seguridad Social durante el período comprendido entre 1994 hasta el primer semestre del año 2001.

Gráfico #42

**Porcentaje de Negociaciones del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social en las regiones del país**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Los autores

Durante los años 1994 y 1995 se puede apreciar que el Instituto de Seguridad Social poseía una marcada preferencia de invertir en la región Sierra-Oriente manteniendo porcentajes de negociación en la misma mayores al 60% de su portafolio.

**Tabla #3**

**Negociaciones Mensuales del Instituto de Seguridad Social en la región Sierra-Oriente desde el año de 1998**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
<b>1998</b>	50,0%	48,3%	49,3%	45,1%	65,5%	48,8%	51,0%	56,5%	48,8%	53,9%	0,0%	39,6%
<b>1999</b>	31,4%	60,2%	53,2%	61,5%	84,8%	56,6%	52,5%	47,5%	46,0%	46,0%	24,5%	25,6%
<b>2000</b>	48,9%	44,3%	49,6%	49,6%	50,9%	49,3%	50,2%	49,9%	49,4%	50,3%	50,0%	49,7%
<b>2001</b>	49,7%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	62,8%						

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Los autores

En lo referente a las inversiones, colocaciones y compra-venta de títulos financieros analizados de manera mensual a través de la Tabla #3 se puede acotar que en el año 1999 existe un mayor número de quebrantamientos al Artículo 34 de la Ley de Descentralización, por ejemplo, en el mes de Enero de 1999 se posee tan sólo un 31.4% de negociaciones en la región Sierra-Oriente, llegando a tener durante el mismo año los niveles de negociaciones más bajos colocados en la mencionada región en los meses de Noviembre y Diciembre con 24.5% y 25.6% respectivamente. Y es en el año 1998 donde se registra las negociaciones de mayor volumen realizadas en la región Sierra-Oriente con un 65.5% para el mes de Mayo.

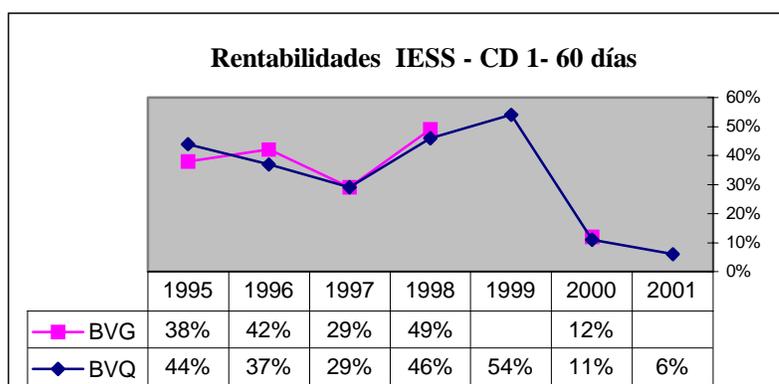
Cabe recalcar que en el año 2001 existe un período de total cumplimiento del Artículo 34 desarrollado entre los meses de Febrero y Mayo del mencionado año con una negociación de 50% en la región Costa-Insular y 50% en la región Sierra-Oriente tal como se menciona en el Artículo 34 de la Ley de Descentralización, aunque en el mes de Junio las negociaciones en la región Sierra-Oriente se elevan a un 62%.

Para el análisis de las rentabilidades obtenidas por la institución en sus negociaciones en el Mercado Bursátil durante el período comprendido entre 1994 hasta el primer semestre del 2001, se escogió los certificados de depósito, pagarés y pólizas de acumulación al ser los únicos títulos negociados por la institución de manera continua en el tiempo (Ver Anexo 3.1), a continuación presentaremos el análisis respectivo tanto en lo referente a las rentabilidades como por monto negociado en cada región.

- Certificados de Depósito

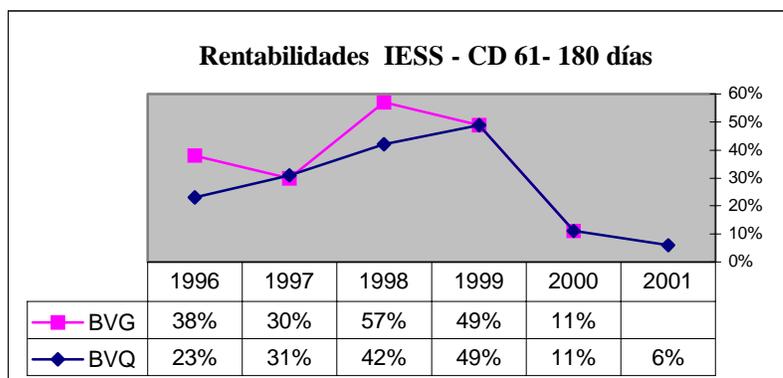
En los Gráficos #43 y 44 se puede apreciar que las rentabilidades obtenidas en los Certificados de Depósito con plazos entre 1 a 60 días y de 61 a 180 días tanto en la Bolsa de Valores de Quito como en la Bolsa de Valores de Guayaquil presentan grandes diferencias, como los Certificados de Depósito con plazos de 61 a 180 días que en el año 1996 y 1998 presentan rentabilidades en la BVG quince puntos porcentuales mayores a los de la BVQ en los demás años las rentabilidades son iguales, cabe mencionar que en los papeles negociados con plazos entre 1 a 60 días en los años 1999 y 2001 se presentan negociaciones solamente en la Bolsa de Valores de Quito, lo cual significa un incumplimiento a lo ordenado por la Ley.

**Gráfico #43**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

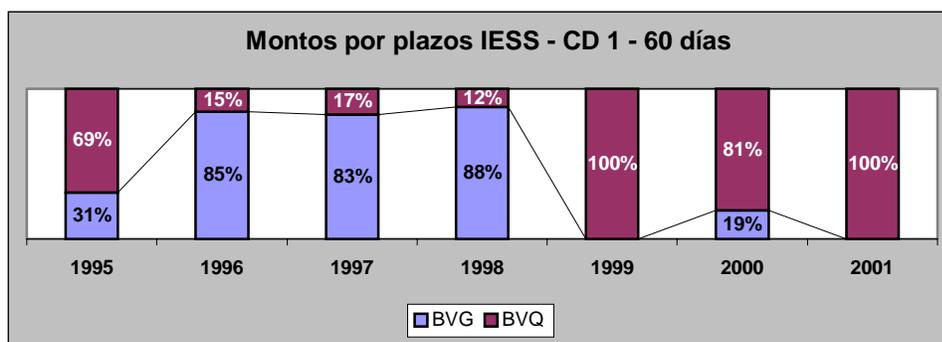
Gráfico #44



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

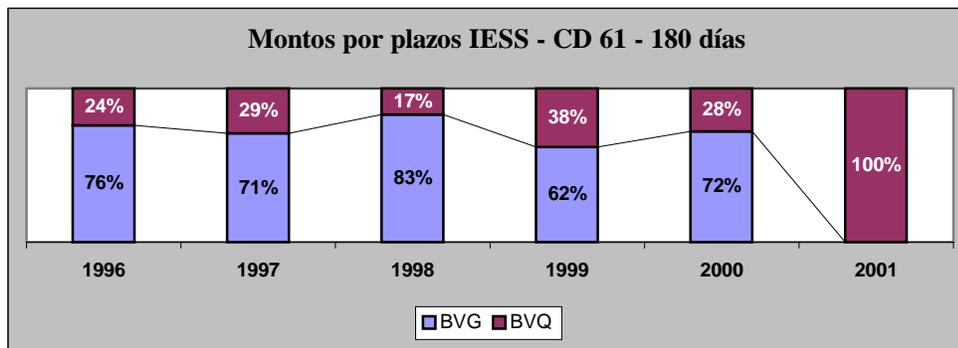
Referente a los montos por plazos se puede observar mediante los Gráficos #45 y 46, que el IESS en sus negociaciones con Certificados de Depósito no cumple en lo absoluto con lo mandado en el Art. 34, se puede apreciar en el Gráfico #45 correspondiente a los Certificados de Depósito con plazos entre 1 a 60 días que el IESS presenta una preferencia de negociar en la BVG durante los años 1996 hasta 1998, para luego concentrar la mayor parte de sus negociaciones en la BVQ. Para el caso de los títulos con plazos entre 61 a 180 días presentado en el Gráfico #46 se aprecia que la institución concentra la mayor parte de sus recursos en la BVG durante la mayor parte del período analizado para luego en el año 2001 concentrar el 100% de sus recursos en la BVQ de tal modo que se infiere que la Ley no se está cumpliendo.

Gráfico #45



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

Gráfico #46

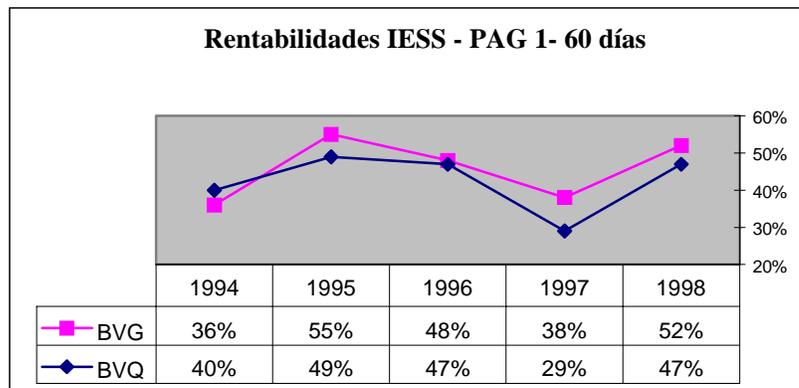


Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

- Pagarés

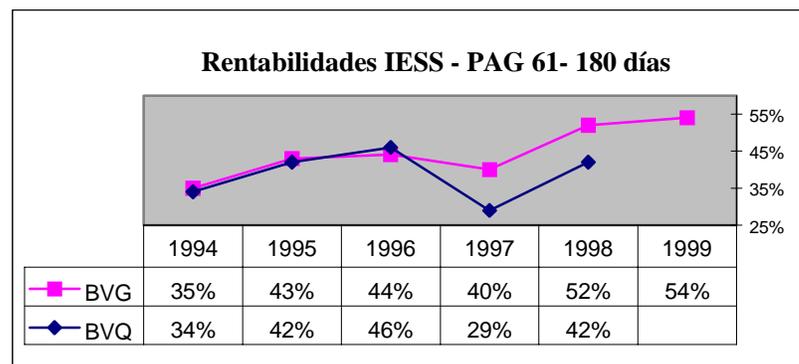
Mediante los Gráficos #47 y 48, se puede observar las rentabilidades obtenidas en los Pagarés con plazos entre 1 a 60 días y de 61 a 180 días en el Mercado Bursátil poseen diferencias, para el primer caso las diferencias entre las rentabilidades obtenidas entre una región y otra en los años 1995, 1997 y 1998 (justamente el año en que entra a regir el Art. 34) donde las rentabilidades obtenidas en la BVG son mayores que las obtenidas en la BVQ con 6, 9 y 5 puntos porcentuales respectivamente, mientras que para el segundo caso la rentabilidad obtenida en la BVG a partir del año 1997 comienza a superar la obtenida en la BVQ un caso muy claro es el que se presenta en el año 1998 en el cual la rentabilidad obtenida en la BVG posee diez puntos porcentuales sobre la obtenida en la BVQ.

Gráfico #47



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

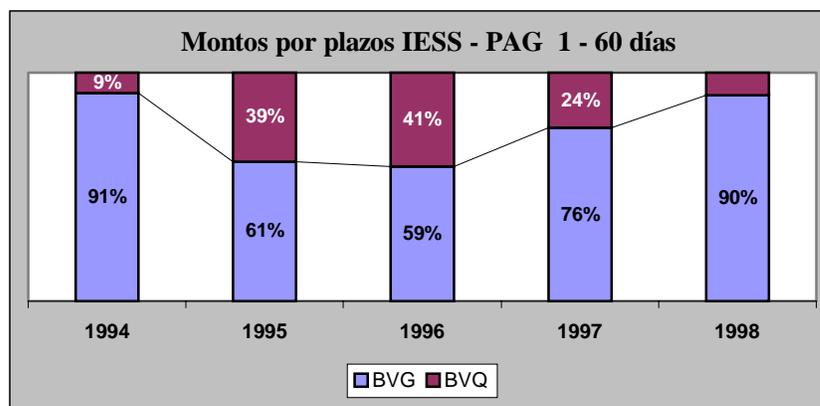
Gráfico #48



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

Los Gráficos #49 y 50, muestran que existe tanto para los papeles con plazos entre 1 a 60 días y de 61 a 180 días una preferencia de invertir en la BVG durante todo el período analizado llegando incluso a invertir el 90% de los recursos en el último año en dicha bolsa.

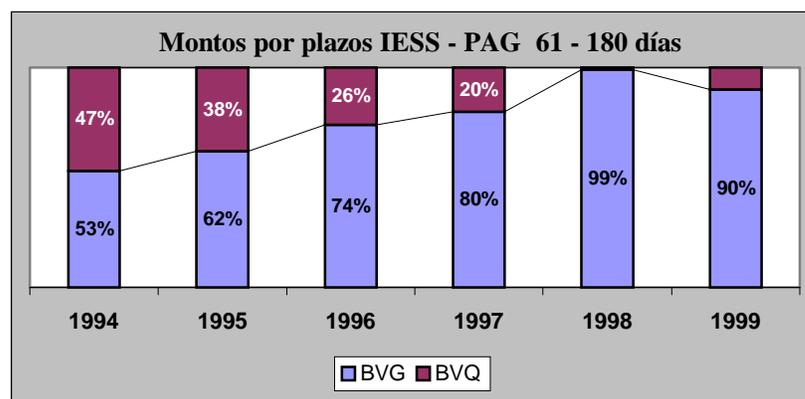
Gráfico #49



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Los autores

Gráfico #50



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

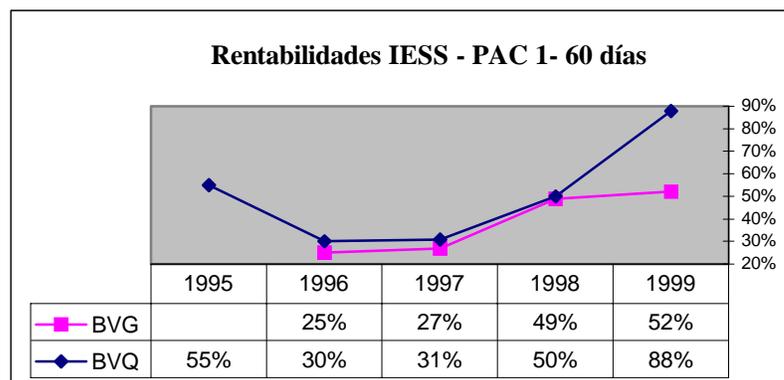
Elaboración: Los autores

- Pólizas de Acumulación

En los Gráficos #51 y 52 se puede observar las rentabilidades obtenidas en las Pólizas de Acumulación con plazos entre 1 a 60 días y de 61 a 180 días en el Mercado de Valores poseen pequeñas diferencias, para el primer caso se puede apreciar que las

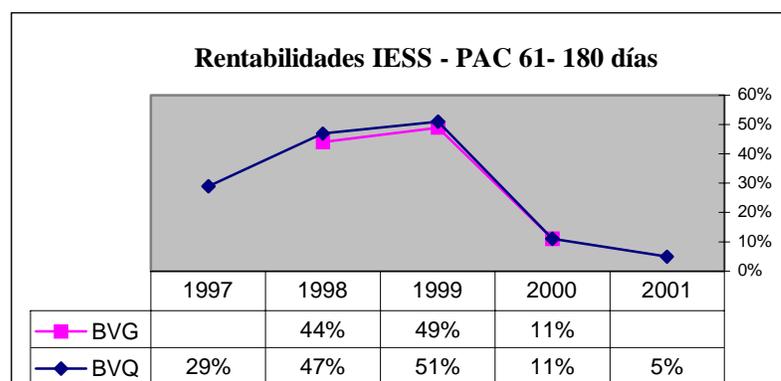
rentabilidades obtenidas en la BVQ son mayores que la de BVG en especial en el año 1999 en la cual la supera con treinta y seis puntos porcentuales, en los demás años aunque las rentabilidades obtenidas en la BVQ son todavía mayores que en la BVG no son abismales como en el año anteriormente citado. Para el caso de los papeles con plazos entre 61 a 180 días se presenta diferencias entre rentabilidades que no superan los tres puntos porcentuales y que las mismas se disminuyen en el 2000 y por supuesto cabe recalcar que para el año 2001 solamente se presentan negociaciones en la BVQ.

**Gráfico #51**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

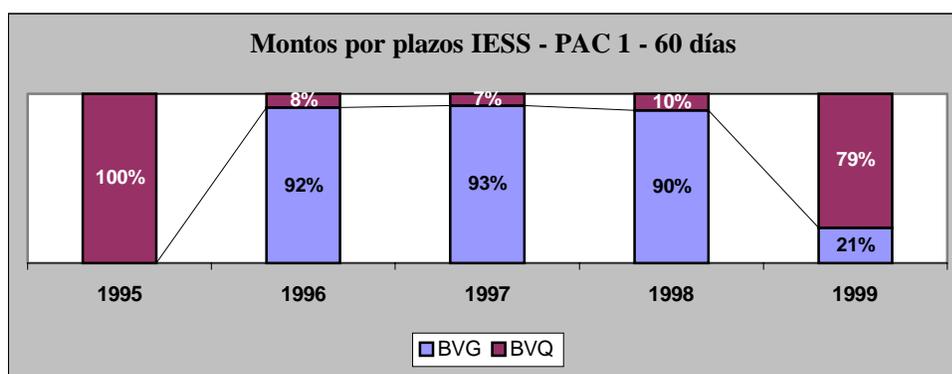
**Gráfico #52**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

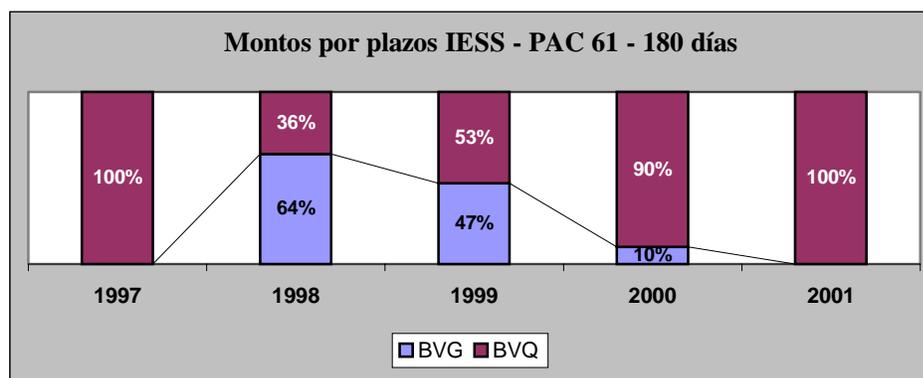
En lo que respecta al análisis de los montos negociados por plazos, se observa mediante el Gráfico #53 que para los papeles con plazos entre 1 a 60 días, la institución prefiere negociar en la BVG con excepción de los años de 1995 en el cual negocia el 100% en la BVQ y 1999 con un 79% de sus negociaciones. En lo referente a los papeles con plazos entre 61 a 180 días sucede lo contrario, la mayoría de sus negociaciones la realiza en la BVQ y así continúa hasta el año 2001 donde llega a realizar el 100% de sus negociaciones en la misma.

**Gráfico #53**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

**Gráfico #54**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

## **BANCO DEL ESTADO**

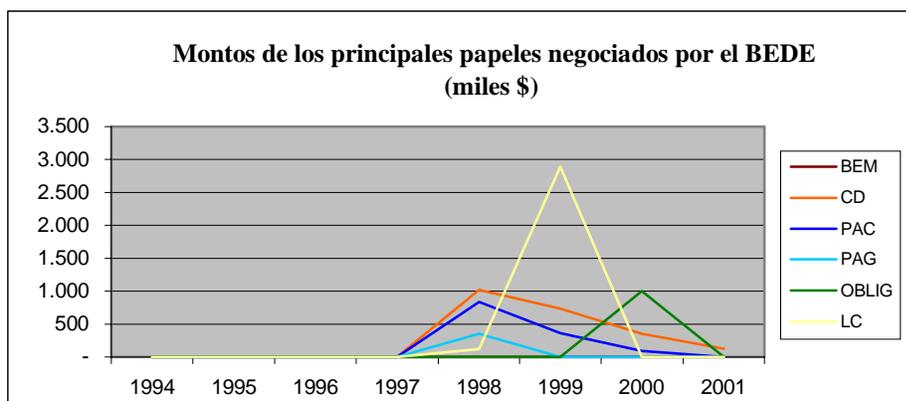
El Banco del Estado es una institución financiera pública con personería jurídica, autónoma y de duración indefinida, es el organismo financiero del Estado Ecuatoriano, encargado de financiar la ejecución de proyectos prioritarios, a cargo de organismos del Sector Público y relacionados con el desarrollo planificado del país, en los ámbitos económico y social.

Además de contribuir a la coordinación del seguimiento de la ejecución de proyectos financiados con créditos concedidos por instituciones financieras internacionales así como, la administración del Fondo de Cultura, que constituyen recursos destinados a precautelar y fomentar el acervo cultural del país.

A continuación se presenta los principales papeles que ha negociado esta institución en el Mercado de Valores:

- \* Letras de Cambio
- \* Pagaré
- \* Certificados de Depósito
- \* Pólizas de Acumulación
- \* Bonos de Estabilización Monetaria
- \* Obligaciones

**Gráfico #55**

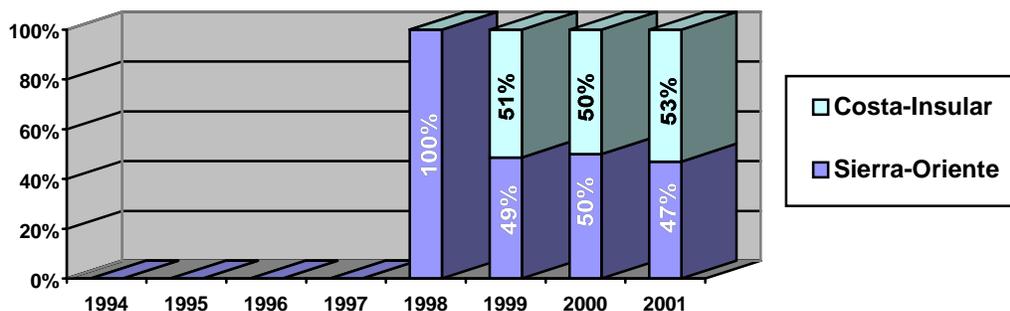


Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Las autoras

Para poder analizar las negociaciones del Banco del Estado en el Mercado de Valores durante el período comprendido desde 1994 hasta el primer semestre del año 2001 se utilizará el Gráfico #56.

**Gráfico #56**

**Porcentaje de Negociaciones del Banco del Estado en las regiones del país**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Las autoras

En las negociaciones del Banco del Estado se puede observar que al momento de participar en el Mercado Bursátil, el 100% de las inversiones, colocaciones y compra-venta de títulos-valores, se realizaron en la región Sierra-Orientado a pesar de ser el año en que la Ley de Descentralización comenzó a regir, sin embargo, en los años siguientes la institución comenzó a distribuir en una forma más equitativa sus negociaciones aunque con una ligera preferencia hacia la región Costa-Insular.

**Tabla #4**

**Negociaciones Mensuales en la región Sierra-Orientado del Banco del Estado desde el año de 1998**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
<b>1998</b>	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
<b>1999</b>	0,0%	0,0%	100,0%	50,0%	30,8%	50,7%	50,0%	50,1%	50,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>2000</b>	0,0%	0,0%	51,6%	0,0%	49,9%	49,0%	55,2%	40,7%	53,0%	49,8%	0,0%	100,0%
<b>2001</b>	100,0%	51,0%	51,0%	50,0%	50,0%	0,0%						

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

En la Tabla #4 se puede apreciar que en el año 1998 existía una marcada preferencia por negociar en la región Sierra-Oriente, pero en los subsiguientes años la situación se vuelve más equilibrada, por supuesto con algunas excepciones si se realiza un análisis mensual por ejemplo en el año 2000 donde el Banco del Estado invierte exactamente por igual en las dos regiones anualmente no lo hace de manera mensual, por ejemplo en el mes de Diciembre invierte el 100% de sus recursos solamente en la región Sierra-Oriente. De esta forma se evidencia que el cumplimiento de la Ley no se esta dando de manera efectiva mes a mes, ya que la misma señala que se enviará reportes mensuales para verificar si se cumple con el Artículo 34.

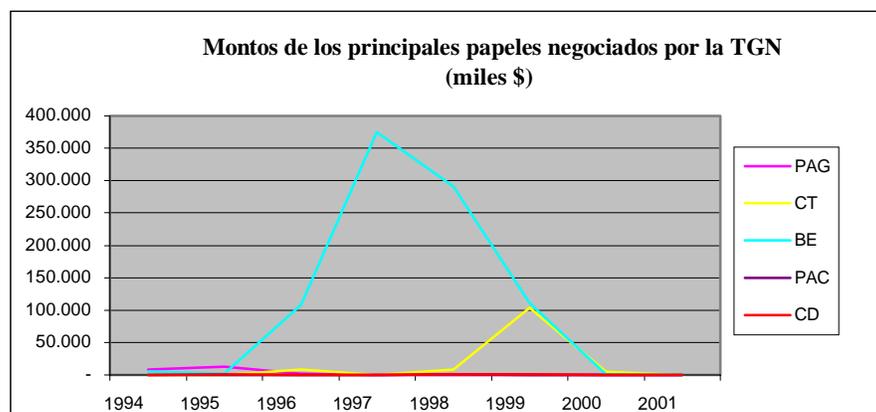
### **TESORERIA GENERAL DE LA NACIÓN**

La Tesorería General de la Nación es una entidad que custodia todos los componentes del proceso de percepción, depósito y colocación de los recursos financieros públicos, a disposición de las entidades y organismos del Sector Público para la cancelación oportuna de sus obligaciones y utilización de dichos recursos de acuerdo con los planes y presupuestos correspondientes.

A continuación se detalla los principales papeles que ha negociado esta institución en el Mercado de Valores:

- \* Certificados de la Tesorería
- \* Certificados de Depósito
- \* Bonos del Estado
- \* Pagarés
- \* Pólizas de Acumulación

Gráfico #57

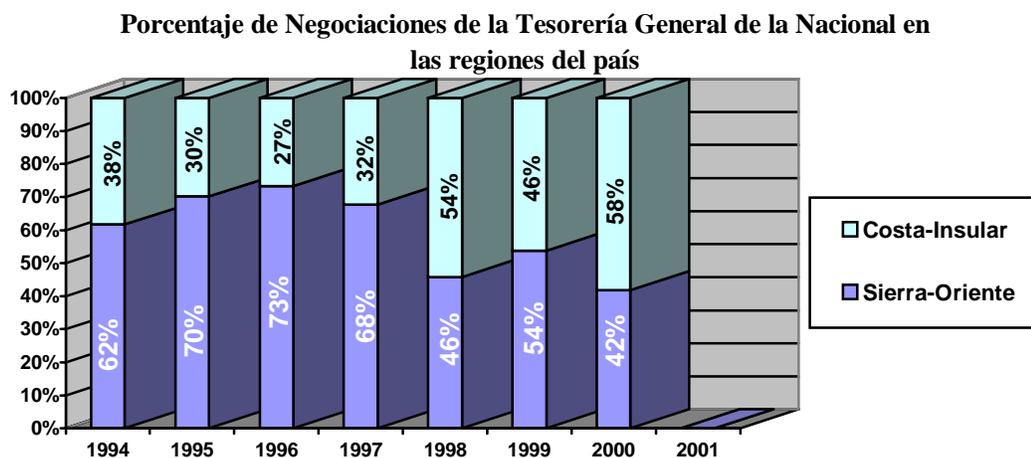


Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Los autores

Para poder analizar las negociaciones de la Tesorería General de la Nación en el Mercado de Valores durante el período comprendido desde 1994 hasta el primer semestre del año 2001 se utilizará el siguiente gráfico:

Gráfico #58



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Los autores

Se puede observar mediante el Gráfico #58 que se presenta un favoritismo por invertir en la región Sierra-Oriente durante los primeros años del período analizado, el mismo que se mantiene durante los años de 1994 hasta 1997 con mínimos de 61.7% y llegando a 73.3% como máximo nivel en el año 1996, sin embargo, en 1998, año en que comienza a regir el Artículo 34 de la Ley de Descentralización los montos invertidos en una como en otra región comienzan rápidamente a ajustarse aumentando el porcentaje existente en la región Costa-Insular de un 32.2% a un 54%.

**Tabla #5**

**Negociaciones Mensuales de la Tesorería General de la Nación en la región  
Sierra-Oriente desde el año de 1998**

	<b>Ene</b>	<b>Feb</b>	<b>Mar</b>	<b>Abr</b>	<b>May</b>	<b>Jun</b>	<b>Jul</b>	<b>Ago</b>	<b>Sep</b>	<b>Oct</b>	<b>Nov</b>	<b>Dic</b>
<b>1998</b>	0.0%	0.0%	61.1%	63.0%	51.5%	51.1%	46.0%	44.2%	50.9%	0.0%	50.0%	50.0%
<b>1999</b>	66.7%	51.9%	65.0%	71.1%	61.3%	54.2%	49.9%	40.9%	48.9%	50.3%	50.0%	50.0%
<b>2000</b>	49.3%	69.2%	58.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.0%	0.0%	50.0%
<b>2001</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%						

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

En lo referente a las negociaciones mensuales que ha realizado la Tesorería General de la Nación en la región Sierra-Oriente se aprecia en la Tabla #5 que en los meses de Marzo y Abril del año 1998 existió una preferencia para dicha región, en lo que respecta al año 1999 la institución realiza su mayor negociación en la región Sierra-Oriente en el mes de Abril con un porcentaje correspondiente al 71% de su cartera de negociación.

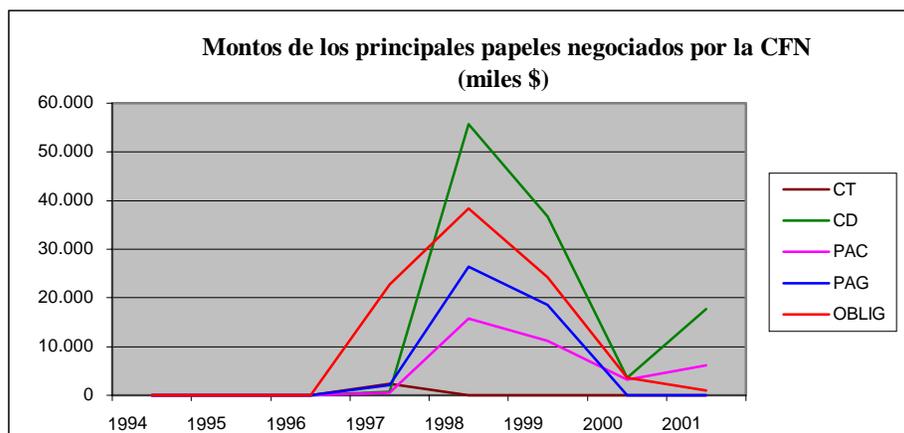
## CORPORACIÓN FINANCIERA NACIONAL

La Corporación Financiera Nacional es una institución financiera estatal, que apoya los planes de desarrollo económico y social del país, mediante un sistema operativo de segundo piso, le corresponde estimular y acelerar el desarrollo económico del país, sobre todo en actividades inherentes a la industria manufacturera, agro-industrial, pesca y turismo, cuyas funciones son fomentar y captar el ahorro, financiar la actividad industrial, participar en la formación o ampliación de capitales (empresas industriales), incentivar la inversión de capital, promover y ejecutar proyectos industriales con sus propios recursos o con los del Estado, además de servir de intermediario en obtención de créditos externos para la empresa privada o mixta.

A continuación se presenta los principales papeles que ha negociado esta institución en el Mercado de Valores:

- \* Certificados de la Tesorería
- \* Certificados de Depósito
- \* Pólizas de Acumulación
- \* Pagarés
- \* Obligaciones

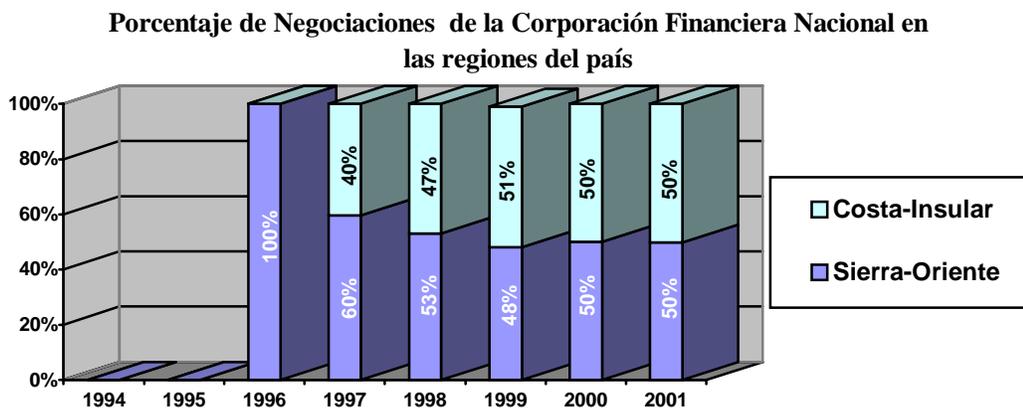
**Gráfico # 59**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

Con el fin de poder analizar las negociaciones de la Corporación Financiera Nacional en el Mercado de Valores durante el período comprendido desde 1994 hasta el primer semestre del año 2001 se utilizará el Gráfico #60:

**Gráfico #60**



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

Mediante el Gráfico #60 se puede observar que en el año 1996 la totalidad de las inversiones, colocaciones y compra-venta de títulos financieros de la Corporación Financiera Nacional fueron realizadas en la región Sierra-Oriente pero a partir del año 1997 la CFN comienza a diversificar sus negociaciones hacia ambas regiones colocándose dentro del mandato del Artículo 34 de la Ley de Descentralización.

**Tabla #6**

**Negociaciones Mensuales de la Corporación Financiera Nacional en la región Sierra-Oriente desde el año de 1998**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
<b>1998</b>	44,0%	45,7%	68,0%	37,4%	49,1%	49,7%	50,8%	44,3%	50,0%	49,3%	0,0%	37,2%
<b>1999</b>	48,8%	50,2%	56,0%	50,0%	50,4%	51,0%	49,6%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	0,0%
<b>2000</b>	0,0%	0,0%	50,0%	37,9%	54,3%	51,3%	50,3%	49,5%	49,3%	50,0%	49,7%	49,7%
<b>2001</b>	49,7%	48,6%	49,0%	50,0%	50,0%	49,0%						

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

En el análisis mensual esta institución desde el año 1998 donde comienza a regir el Artículo 34, cumple con lo dispuesto mes a mes con cierta desviación permitida en la Ley, con excepción del mes de Marzo de 1998 y de 1999 donde su negociación en la región Sierra-Oriente alcanza el 68% y el 56% correspondiente.

### **BANCO NACIONAL DE FOMENTO**

El Banco Nacional de Fomento es una entidad autónoma calificada para el desarrollo, de derecho privado con finalidad social y pública, con personería jurídica y capacidad para ejercer derechos y contraer obligaciones. Su función es la de estimular el desarrollo socio-económico del país, mediante una amplia y adecuada actividad crediticia, es quien otorga crédito para el fomento de la producción agropecuaria, artesanal, de la pequeña industria, industrialización de productos agropecuarios, comercializa artículos que provengan de estas actividades, forestal pesquero, de la mediana industria y de actividad turística, recibir depósitos monetarios de plazo menor y mayor y de ahorro (para a su vez conceder crédito comercial), emitir valores fiduciarios, administrar y actuar como agente fiduciario de fondos especiales, prestar colaboración a los organismos estatales y en programas de asistencia técnica y realizar cualquier actividad que esté de acuerdo con los objetivos de la institución.

A continuación se detalla los principales papeles que ha negociado esta institución en el Mercado de Valores:

\* Certificados de la Tesorería

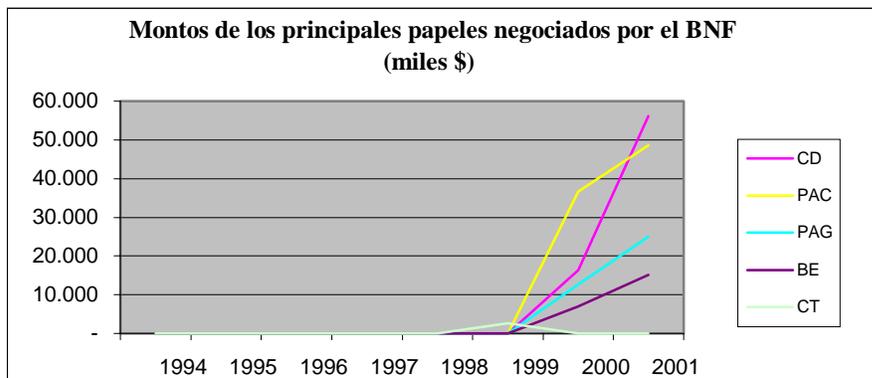
\* Pólizas de Acumulación

\* Bonos del Estado

\* Pagarés

\* Certificados de Depósito

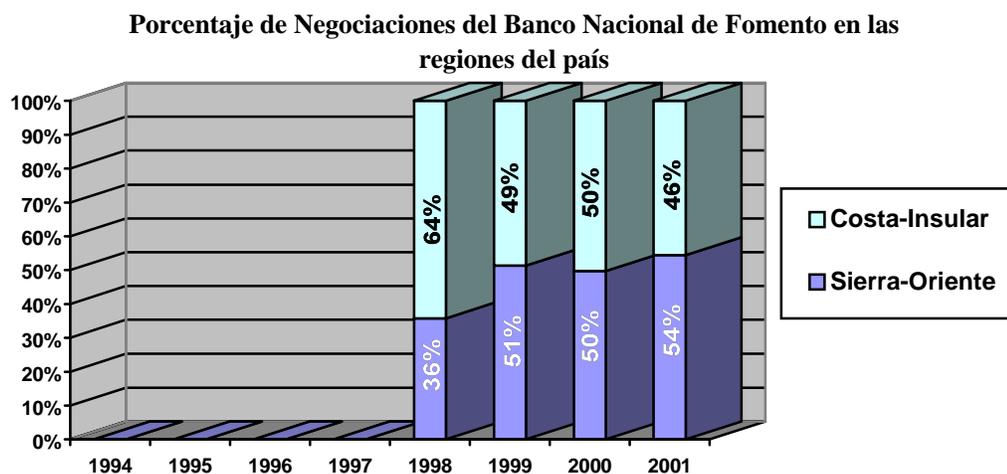
Gráfico #61



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

Con el fin de poder analizar las negociaciones del Banco Nacional de Fomento en el Mercado de Valores durante el período comprendido desde 1994 hasta el primer semestre del año 2001 se utilizará el siguiente gráfico:

Gráfico #62



Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil  
Elaboración: Los autores

Como se puede apreciar mediante el Gráfico #62 el Banco Nacional de Fomento comienza a negociar a partir de 1998 con preferencia en la región Costa-Insular, y en los años siguientes comienza a distribuir equitativamente su cartera en ambas regiones cumpliendo así con el Art. 34 de la Ley de Descentralización.

**Tabla #7**

**Negociaciones Mensuales del Banco Nacional de Fomento en la región Sierra-Oriente desde el año de 1998**

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
<b>1998</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	35,8%	0,0%	0,0%
<b>1999</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	56,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%
<b>2000</b>	49,5%	0,0%	44,3%	49,2%	56,5%	48,7%	50,0%	50,1%	50,0%	48,8%	50,0%	49,8%
<b>2001</b>	49,8%	49,9%	50,0%	50,0%	50,0%	52,5%						

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil

Elaboración: Los autores

Como se mencionó anteriormente en el año 1998 el Banco Nacional de Fomento tiende a una mayor negociación hacia la región Costa-Insular y esto se puede observar en el mes de Octubre ya que negocia en la región Sierra-Oriente un 35.8% de sus recursos. En el año 1999 pocos son los meses en que negocia, el primer mes es Agosto en el cual negocia el 56% de sus recursos en la región Sierra-Oriente, en Septiembre negocia solamente en la región Costa-Insular y en el mes de Diciembre cumple el 50% para cada región. En el año 2000 y el primer semestre del 2001 las variaciones mensuales están dentro de la Ley.

## **CAPITULO IV**

### **ANÁLISIS DE EFICIENCIA DEL ARTÍCULO 34**

Luego de conocer el comportamiento de las principales Instituciones Públicas en el Mercado Bursátil Ecuatoriano antes y después de regir el Art. 34, es necesario profundizar sobre el análisis al mencionado Artículo y su efecto en el Mercado de Valores Ecuatoriano. Con este objetivo en el presente capítulo se realizará un análisis de eficiencia al Art. 34 de la Ley Especial de Descentralización el mismo que se enfocará en los siguientes puntos:

- Cumplimiento de los objetivos de la Descentralización.
- Eficiencia de los mecanismos de control para el cumplimiento del Art. 34.
- Efectos producidos por la aplicación del Art. 34 en el Mercado de Valores del Ecuador.

## 4.1 CUMPLIMIENTO DE LOS OBJETIVOS DE LA DESCENTRALIZACIÓN

Para poder analizar este punto se debe primero recordar que los objetivos del Artículo 34 de la Ley Especial de Descentralización del Estado y Participación Social eran lograr una distribución equitativa de los recursos de las Instituciones del Sector Público con el objetivo de que estos recursos sean reinvertidos en las regiones correspondientes para impulsar un mayor desarrollo tanto económico como social de las mismas. De este modo el análisis se desarrollará en dos aspectos:

- La colocación de los recursos.
- El destino de los recursos.

### 4.1.1 LA COLOCACIÓN DE LOS RECURSOS

Con el análisis realizado en el Capítulo III se concluye que los recursos de la mayoría de las Instituciones Públicas han sido distribuidos equitativamente entre la región Costa-Insular y la región Sierra-Oriente de manera anual, sin embargo, la Ley indica que todas las negociaciones de las instituciones del Sector Público se deben realizar **“al tiempo en el que ocurran”**<sup>13</sup>, esto quiere decir que si se negocia por la región Costa-Insular también se lo debe realizar por la región Sierra-Oriente al mismo tiempo, por esta razón se realizó, además del análisis anual, un análisis de manera mensual con el fin de profundizar aún más en el estudio.

De tal manera, que según lo realizado en el Capítulo III se concluye los siguientes resultados en base al **“Análisis mensual”** hecho a las siete Instituciones Públicas

---

<sup>13</sup> LEY ESPECIAL DE DESCENTRALIZACIÓN Y PARTICIPACIÓN SOCIAL, (1997), Art. 34.

analizadas para el período correspondiente a partir de 1998 hasta el primer semestre del 2001:

1.-El 100% de las mismas no cumplieron con el Art. 34 mensualmente en el año 1998, a pesar de que el 62% de ellas si lo hacía de manera anual.

2.-El 100% de las instituciones analizadas mensualmente no invirtieron sus recursos de manera equitativa durante el año 1999, de las cuales el 50% lo hicieron durante más de siete meses en el año.

3.- Para el año 2000 tan sólo el 62% de las instituciones incumplieron la ley mensualmente, y de las mismas solo el 40% lo hicieron por más de seis meses en el año.

4.- En el primer semestre del 2001, solo dos Instituciones Públicas no cumplieron con el Art. 34 de manera mensual al negociar mayores porcentajes en la región Sierra-Oriente , el primer caso es el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social que en el mes de Junio invirtió el 62,8% de sus recursos y el Banco del Estado que en el mes de Enero invierte el 100% de sus recursos en la mencionada región.

Aunque la Ley señala claramente que debe cumplirse el Art. 34 al tiempo en que ocurran las negociaciones, el presente análisis se ha realizado tan solamente de manera mensual de tal forma que se puede inferir que si no se cumple mensualmente mucho menos se lo hará diariamente.

Con respecto al punto anterior durante una entrevista realizada a un funcionario de la CFN (quien pidió anonimato), indica que es imposible que dos personas al mismo tiempo hagan clic en el botón de aceptar para poner en pantalla un aviso de oferta o demanda ...por lógica sostiene existirán minutos de diferencia.

Lo sostenido por el representante de esta Institución Pública es totalmente cierto, sin embargo, se ha demostrado que las Instituciones Públicas no están cumpliendo la Ley, y no exactamente por cuestiones de segundos sino por cuestiones de días, lo cual anula el criterio anteriormente mencionado, llegando a la conclusión que la Ley no se está cumpliendo de manera total, y si se revisa el Instructivo para el Control de las Inversiones Públicas emitido por la Superintendencia de Bancos el mismo, indica que las entidades del Sector Público reportarán mensualmente al Banco Central del Ecuador todas las negociaciones que realicen, de esta manera tendrán hasta el fin del mes para calzar sus negociaciones con un 50% en la región Costa-Insular y el otro 50% en la región Sierra-Oriente.

Con el fin de poder analizar con mayor profundidad el impacto que ha tenido la aplicación del Art. 34 sobre las diferentes Instituciones Públicas del país se realizaron pruebas estadísticas, en las cuales se utilizó un Test-T de Igualdades de Medias.

Para la primera prueba se plantea la hipótesis de que las medias de ambos grupos de datos son iguales, para este caso los dos grupos de datos corresponden a los porcentajes de negociaciones de la región Sierra-Oriente y de la región Costa-Insular antes de la aplicación del Art. 34 con el fin de saber si se invertía lo mismo en ambas regiones antes de la aplicación del Artículo, para la segunda prueba se mantiene la misma hipótesis y se usan los datos de las mismas regiones pero ahora después de aplicarse el Art. 34, obteniéndose los siguientes resultados:

**Tabla #8: Prueba No.1****Test for Equality of Means Between Series**

<b>Method</b>	<b>Value</b>	<b>Probability</b>
T-test	3.165931	0.0194

**Category Statistics**

<b>Variable</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Dev.</b>
Costa	41.50000	7.593857
Sierra	58.50000	7.593857
All	50.00000	11.48913

**Tabla #9: Prueba No.2****Test for Equality of Means Between Series**

<b>Method</b>	<b>Value</b>	<b>Probability</b>
T-test	2.232275	0.0671

**Category Statistics**

<b>Variable</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Dev.</b>
Costa	48.25000	2.217356
Sierra	51.75000	2.217356
All	50.00000	2.777460

Como se puede apreciar mediante las pruebas realizadas anteriormente, para los dos Casos mediante el Test T realizado la hipótesis probada es rechazada con un intervalo de confianza del 90%, por lo cual se puede indicar que en realidad, al no ser las medias iguales en ambas regiones, los montos invertidos en cada una tampoco son iguales, sin embargo, es necesario recalcar que si se presta atención a los valores de las medias correspondientes a cada región, las diferencias entre cada una después de aplicarse el Art. 34 se redujeron significativamente aunque se mantiene cierta superioridad por la región Sierra-Oriente por lo cual se puede concluir que sí existió cierta descentralización de los recursos aunque no completamente. Al tomar en cuenta un intervalo de confianza del 95% la situación cambia debido que para nuestro primer caso la hipótesis nula es rechazada, esto quiere decir que con 95 % de confianza se puede indicar que las medias entre las dos regiones antes de la aplicación de la Ley no eran iguales, pero después de la aplicación de la misma mi hipótesis de igualdad de medias entre las dos regiones NO es rechazada, por lo cual se presenta un cambio en la conducta de las diferentes Instituciones Públicas al momento de negociar bursátilmente, lo cual es de manera equitativa.

#### **4.1.2 EL DESTINO DE LOS RECURSOS**

Sin embargo, para hacer un análisis completo no solo se debe considerar que la colocación de los recursos de parte de las Instituciones Públicas sea equitativa en ambas regiones sino que para que se maximice los beneficios de la Descentralización, se debe constatar que éstos recursos al ser colocados en cada región sean usados o reinvertidos en proyectos que contribuyan al desarrollo de las mismas.

Según publicación realizada por la Bolsa de Valores de Guayaquil, estudios realizados por especialistas mencionan que la cuantía teórica total de los recursos que deberían ser transferidos equitativamente al sector privado ya sea vía bursátil y

Extrabursátil asciende a la suma de 2.500 millones de dólares, lo cual representa el 51% del Presupuesto del Estado, los mismos estudios indican que esta cantidad financiaría 17 años de pago del Bono Solidario, y seis meses de exportaciones<sup>14</sup>; razón por la cual muchos partidarios de la Descentralización, tales como el Matemático Illingworth, indican que el sistema serviría para hacer realidad proyectos de labor social en todas las regiones del país y por ello defienden enérgicamente la aplicación del Artículo 34 de la Ley de Descentralización en el Mercado de Valores del Ecuador, por supuesto cabe recalcar que ellos dan por hecho que todo recurso negociado por el Sector Público se queda en la región donde se llevó a cabo la negociación.

Lamentablemente, el marco jurídico en que se desenvuelve el Sector Público y por ende, el que nos entrega la Ley Especial de Descentralización del Estado y de Participación Social, canaliza la colocación equitativa de los recursos del Sector Público más no regulariza que los mismos vayan a ser invertidos en la región correspondiente.

El Art. 34 indica literalmente lo siguiente: *“Las inversiones, colocación de recursos y compraventa de activos financieros de todo origen, a través del Mercado Financiero y de Valores deberán efectuarse equitativamente por región, de manera que el 50% de dichas operaciones se **dirijan** a la región Sierra-Oriente y el otro 50% se destine a la región Costa-Insular”*.

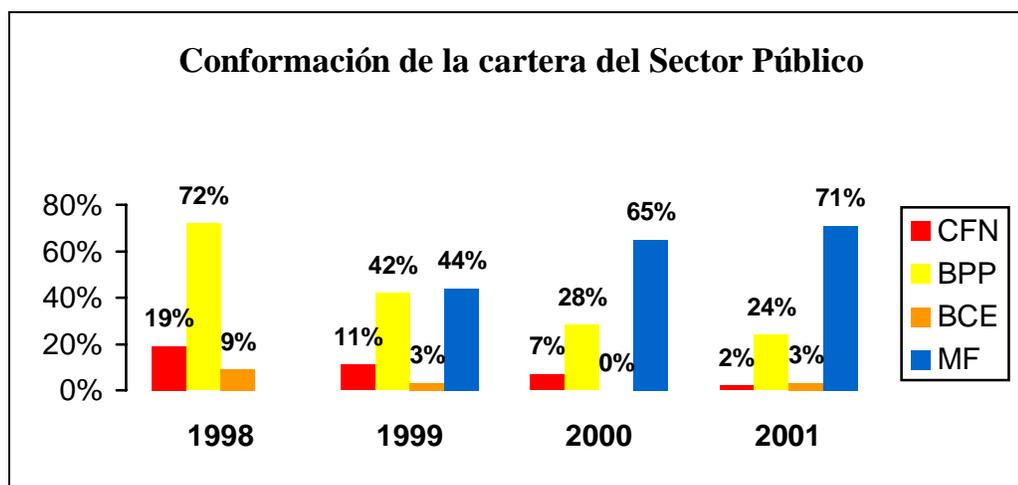
Como se observa la Ley simplemente está **“dirigiendo”** los recursos hacia las regiones más no las obliga a mantenerse y ser reinvertidas en las mismas, de tal manera que la distribución eficiente y equitativa que busca la Descentralización finalmente no se cumple en su totalidad y esto se lo puede demostrar a través de un

---

<sup>14</sup> BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Descentralización: Ecuador para el desarrollo armónico regional, (2000), pp. 5.

análisis con respecto a la composición de la cartera de las Instituciones del Sector Público durante el período comprendido entre los años 1998 y junio del 2001.

**Gráfico #63**



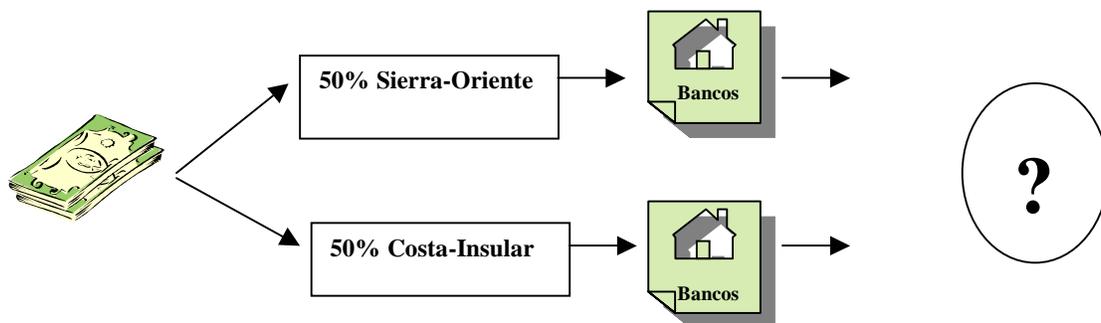
Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito  
Elaboración: Los autores

Como se puede observar en el Gráfico #63 las inversiones en el Sistema Financiero desempeñan un papel importante en la cartera de las Instituciones del Sector Público, en base a esta información se hace la pregunta: ¿Al invertir una institución en papeles de un banco por ejemplo de la región Costa-Insular, éste dinero necesariamente será invertido en dicha región?.

Por supuesto la respuesta es un “no necesariamente”, se conoce que las políticas de crédito varían de acuerdo a cada Institución Financiera y en base a lo estipulado por la Superintendencia de Bancos, pero en ningún momento en base al Artículo 34 de la Ley de Descentralización que señala que los recursos públicos deben ser reinvertidos o concedidos en la región donde fueron captados, dando por resultado lo indicado en el Gráfico #64:

Gráfico #64

**Recorrido de los recursos invertidos en las Instituciones Financieras por parte de las Instituciones del Sector Público**



Elaboración: Los autores

Incluso el análisis puede ir más allá dando como resultado que existirían tres formas donde podrían terminar los recursos captados por las Instituciones Financieras:

- En la región donde los recursos fueron captados.
- Distribuir aquellos recursos a nivel nacional invirtiendo en la región donde le retribuya una mayor rentabilidad.
- Invertirlos en el mercado internacional.

De esta manera se demuestra que uno de los principios que persigue la Descentralización, el cual es la "Justicia Distributiva", no se cumple de manera efectiva, y la razón principal es por la existencia de vacíos en el marco legal pues no obliga que estos recursos sean reinvertidos en la misma región donde son captados.

En cuanto a este análisis la Ing. Mariuxi Torres de la Casa de Valores Elbión nos indica:

*“ El reparto que realmente se hace es que el dinero vuelve al final a los bancos y estos son los que deciden a quien darle o no los recursos captados en calidad de créditos, pues una vez que la Institución Pública distribuye sus recursos 50% en bancos de la Sierra y el otro 50% en bancos de la Costa, los recursos pasan a ser de manos privadas y aquí se los distribuirá como el banco bien lo considere.....sin embargo, se mantiene el supuesto que al ser bancos de una u otra región preferirán conceder préstamos en la región correspondiente pero sin embargo, recordemos que la mayoría de los bancos son de carácter nacional.”*

Al respecto la Srta. Ninoska Leimberg de Multivalores S.A. sostiene:

*“Aunque no existe nada que garantice que efectivamente los recursos de las Instituciones Públicas captados por las instituciones Financieras serán reinvertidos en la región donde fueron negociados, por lo menos esta Ley significa el primer paso para decirle a las Instituciones Públicas lo que deben realizar y como deben hacerlo; si no existiera el Art. 34 los recursos de las instituciones pertenecientes al Sector Público que son destinados a la compra-venta de títulos-valores no estarían regularizados por norma legal alguna, existiendo la posibilidad de compromisos externos al mercado que no siempre actuarían a favor de los intereses del país”.*

Por supuesto se debe recordar además algo importante y es que el Ecuador no solo está formado por Guayaquil y Quito que es donde la mayoría de los recursos terminan acumulándose debido a que son las ciudades más importantes y de mayor desarrollo comercial y económico, sin mencionar que son las únicas que a su vez poseen Bolsa de Valores donde se puede llevar a cabo operaciones bursátiles; sino por otras ciudades a las cuales de este modo se las están marginando y que son

altamente productivas, además de que poseen una gran cantidad de recursos, los mismos que muchas veces se encuentran improductivos y que son idóneos para ser invertidos en el Mercado de Valores, tal es el caso de Cuenca y ciudades del Oriente las mismas que también deberían recibir los beneficios de esta Ley, no se debe olvidar el caso de las Islas Galápagos y pueblos de la Ruta del Sol en la costa ecuatoriana que con una inversión adecuada traerían un gran número de divisas al país por su potencial turístico, de esta manera se llegaría a una eficiencia total en la captación de todos los posibles inversionistas del mercado, y es mediante el mecanismo de las Subastas Serializadas que permite que todo partícipe del mercado se conecte vía modem desde su oficina, por supuesto las Casas de Valores son las únicas que pueden negociar, además las Bolsas de Valores actualmente están implementando oficinas en la mayoría de las ciudades importantes del país, tales como Cuenca, Machala y Manta, para que de este modo se pueda captar a todos aquellos inversionistas potenciales existentes por todo el país.

#### **4.2 EFICIENCIA DE LOS MECANISMOS DE CONTROL PARA EL CUMPLIMIENTO DEL ART. 34**

Dentro de las leyes y reglamentos que forman el marco jurídico para las Negociaciones del Sector Público, se encuentra el Instructivo para el Control de las Inversiones Públicas, mediante el cual se designa la función de control y vigilancia de estas negociaciones a la Superintendencia de Bancos, quien a través de la Intendencia Nacional de Instituciones Financieras Públicas lleva a cabo la ejecución de las operaciones de control.

Para esto la Superintendencia de Bancos realiza auditorias periódicas a los Entes Financieros Públicos, en las cuales se toman en consideración lo mandado en el Art. 34, y en base a la información obtenida de entrevistas con auditores de la Superintendencia de Bancos se pudo concluir de acuerdo a sus declaraciones que las

Entidades Públicas si cumplen con la ley, sin embargo, se debe recalcar que los resultados de dichas auditorias para el control de estas negociaciones no son de conocimiento público razón por lo cual no se poseen datos para respaldar lo antes mencionado.

En lo que respecta al Art. 35 de la Ley de Descentralización, éste especifica claramente las sanciones que se aplicarán en caso de no ser cumplido el Artículo 34, en el mismo que como ya se mencionó antes indica que el incumplimiento provocará la destitución del representante legal de la institución respectiva. Sin embargo, en este punto nuevamente la Ley es incompleta pues no indica cual es el organismo encargado de aplicar la sanción respectiva; es gracias al Instructivo para el Control y Vigilancia de las Instituciones de Sector Público que por Resolución de la Superintendencia de Bancos No. 167 designa esta facultad a dicho organismo, por supuesto cabe recalcar que la Ley de Descentralización se publicó en el Registro Oficial desde 1997 y la Resolución No. 167 en Noviembre de 1999.

Además, al analizar el marco jurídico en el cual se desenvuelven las negociaciones del Sector Público se nota que mediante el Instructivo para el Control y Vigilancia de las Instituciones de Sector Público se indica claramente que un resumen por región será publicado cada mes por las Bolsas de Valores y por el Banco Central, el objetivo en la presente parte de la tesis es analizar los reportes publicados por las dos instituciones anteriormente mencionadas.

En lo referente a la publicación de las Bolsas de Valores como se puede ver en la Tabla #10, las mismas cumplen con la publicación mensual de los montos ajustados, es decir, el valor ponderado por plazo de una negociación (valor anualizado), invertidos por región de cada Institución Pública; pudiéndose ver claramente las instituciones que están incumpliendo la ley tanto por la región Costa –Insular como por la región Sierra-Oriente.

Tabla #10

## Montos negociados (en dólares) y plazos promedios según Institución y Región

Institución	REGION		NACIONAL
	Costa-Insular	Sierra-Oriente	
	Valor Ajustado	Valor Ajustado	Valor Ajustado
Banco Central del Ecuador	2.865.151	2.864.359	5.729.510
Banco del Estado	856.241	870.363	1.726.604
Banco Ecuatoriano de la Vivienda	3.887.913	3.895.793	7.783.706
Banco Nacional de Fomento	24.009.969	23.990.203	48.000.171
Corporacion Financiera Nacional	11.506.932	11.397.587	22.904.519
Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social	20.376.902	20.384.618	40.761.520
<b>Total Sector Público</b>	<b>63.503.107</b>	<b>63.402.923</b>	<b>126.906.030</b>

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil y Quito

Elaboración: Bolsa de Valores de Guayaquil

Sin embargo, las Bolsas de Valores no son las únicas que deben emitir un reporte, también lo realiza el Banco Central del Ecuador, éste publica los montos totales negociados por cada región pero agrupando a las Instituciones Públicas.

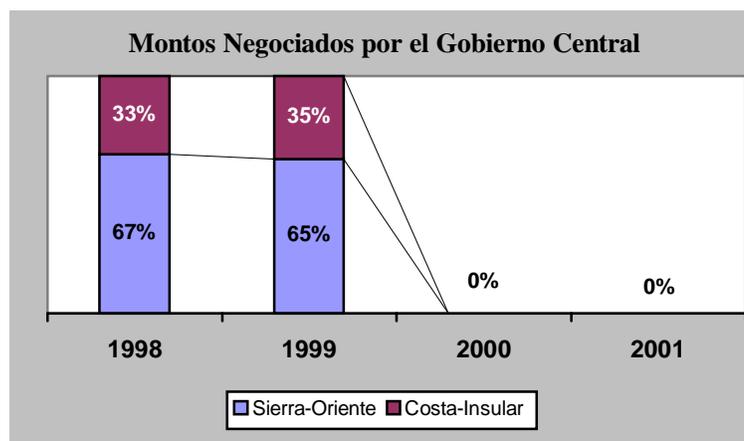
El Banco Central del Ecuador presenta en su reporte ocho grupos cuya conformación es la siguiente:

1. Gobierno Central.-Ministerio de Finanzas y Economía.
2. Banco del Estado.
3. Empresas Públicas no financieras.
4. Universidades y Escuelas Politécnicas.
5. Gobiernos seccionales y Municipios.-Consejos Provinciales y empresas Municipales.
6. Otras entidades Públicas.- IESS, Casa de la Cultura y Cruz Roja.
7. Instituciones Financieras Públicas.- Banco Central, Corporación Financiera Nacional, Banco Ecuatoriano de la Vivienda y Banco Nacional de Fomento.
8. Empresas Públicas no financieras.- Autoridad Portuaria de Bolívar, de Guayaquil.

A continuación se presenta un análisis sobre la información presentada en los reportes emitidos por el Banco Central del Ecuador durante el período desde el año 1998 hasta el primer semestre del 2001:

- Con referencia al primer grupo “*Gobierno Central*” se puede observar en el Gráfico #65, que la mayor parte de sus negociaciones las realiza en la región Sierra-Oriente durante los dos primeros años.

**Gráfico #65**

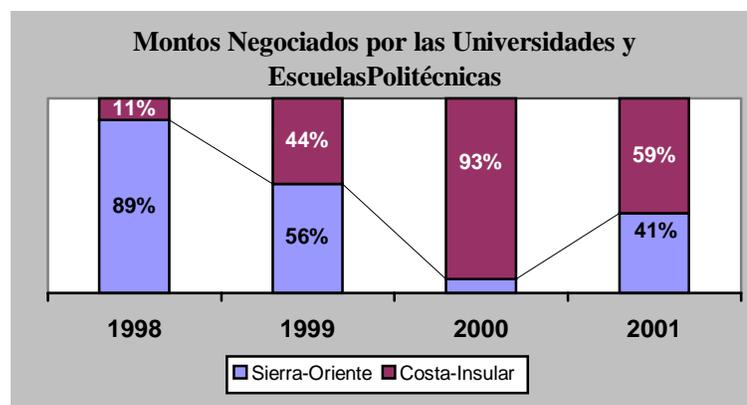


Fuente: Banco Central del Ecuador  
Elaboración: Los autores

- Respecto al segundo grupo perteneciente al “*Banco del Estado*”, esta institución ya fue analizada en el capítulo III y según se pudo observar en el Gráfico #56 la institución comenzó a negociar en el Mercado Bursátil en el año 1998 invirtiendo el 100% de sus recursos en la región Sierra-Oriente pero a partir del año 1999 sus negociaciones las realiza de manera equitativa en ambas regiones.

- Para el tercer grupo conformado por las “*Empresas Públicas no Financieras*”, se pudo observar que durante el período comprendido a partir del año 1998 hasta el primer semestre del 2001, según los reportes emitidos por el Banco Central no se encontraron montos negociados.
- “*Universidades y Escuelas Politécnicas*” conforman el cuarto grupo a ser analizado, como se puede apreciar en el Gráfico #66, los montos negociados por este cuarto grupo han presentado cierta preferencia en invertir en una u otra región durante el período de tiempo analizado, lo cual nos lleva a concluir que la Ley no se está cumpliendo. Sin embargo, debido a la agrupación que realiza el Banco Central del Ecuador es imposible conocer cuales son las instituciones que exactamente incumplen lo indicado en el Art. 34.

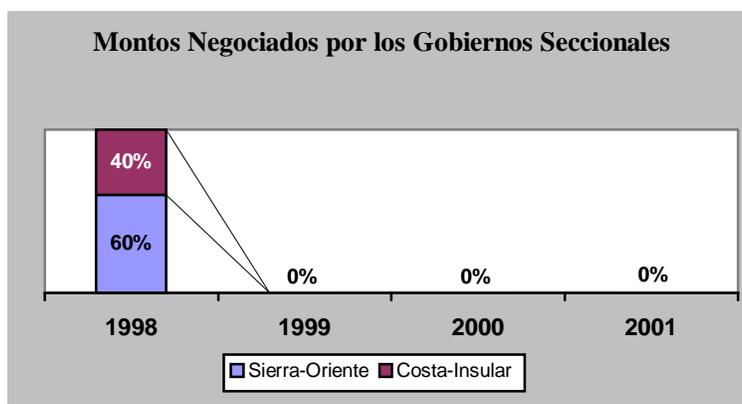
Gráfico #66



Fuente: Banco Central del Ecuador  
Elaboración: Los autores

- El quinto grupo se encuentra conformado por los “*Gobiernos Seccionales*”, en este caso aparecen datos solamente para el año 1998 en el cual el 60% pertenece a la región Sierra-Oriente, como se puede apreciar en el Gráfico #67.

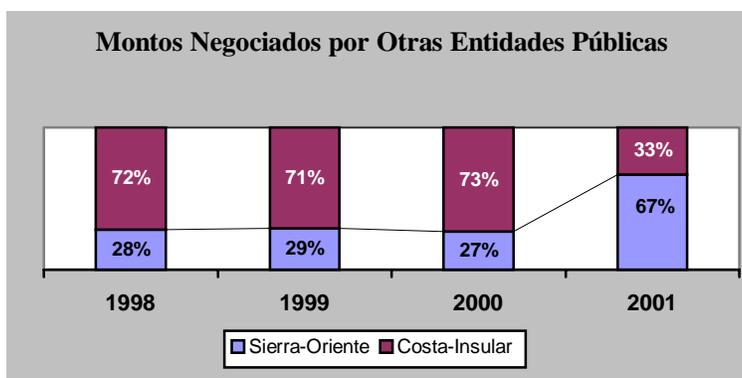
Gráfico #67



Fuente: Banco Central del Ecuador  
Elaboración: Los autores

- El grupo denominado “*Otras Entidades Públicas*” es otro ejemplo de ir en contra a lo indicado por la ley. Como se observa en el Gráfico #68 los montos negociados en la región Costa-Insular superan el 70% del monto total y esto sucede durante tres años consecutivos y es en el primer semestre del año 2001 donde se concentra el 67% en la región Sierra-Oriente.

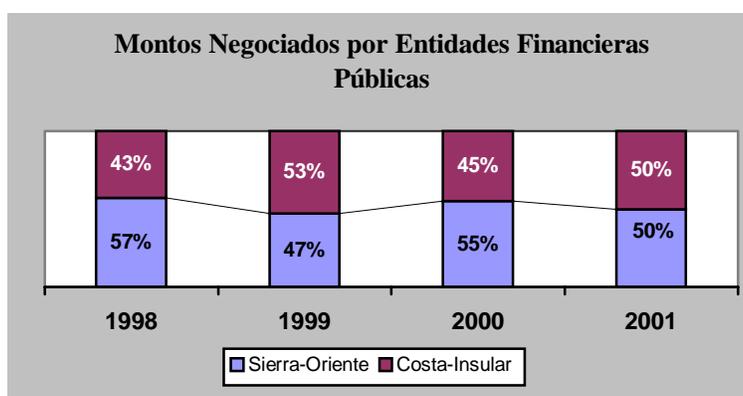
Gráfico # 68



Fuente: Banco Central del Ecuador  
Elaboración: Los autores

- El último grupo a ser analizado se encuentra conformado por las “*Entidades Financieras Públicas*” y al contrario de los casos anteriores, es el único grupo que cumple con lo indicado en el Artículo 34, las diferencias que existen o se desvían del 50% se encuentran dentro del margen del 5% permitido por la Ley y así se puede apreciar en el Gráfico #69.

Gráfico #69



Fuente: Banco Central del Ecuador  
 Elaboración: Los autores

De esta manera se puede concluir que no “**todas**” las instituciones pertenecientes al Sector Público se encuentran cumpliendo con lo indicado en el Art. 34, aparentemente las únicas que cumplen son las Instituciones Financieras Públicas, lo cual nos lleva a concluir que existe una falta de control para todas las demás Instituciones Públicas, en especial, las que negocian en el Mercado Extrabursátil.

A continuación se presentará un ejemplo de los reportes que emite esta entidad con el fin de analizar con mayor profundidad la información presentada en ellos.

**Tabla #11**  
**Inversiones en Activos Financieros**

Clasificación por región - Criterio Matriz (\*)  
Consolidado dolarizado en miles (\*\*\*)

Año: 2000 Mes: Noviembre

ENTIDAD INVERSORA	a. Entidades públicas(**)	Entidades financieras privadas			e.Total Nacional
		b. Sierra y Amazonía	c. Costa e Insular	d. Ent. Finan. privadas	
2. Banco del Estado	3.217,28				3.217,28
4. Univer. y Escuelas Politécnicas			6.221,50	6.221,50	6.221,50
5. Gobiernos seccionales	178,50				178,50
6. Otras Entidades públicas	5.425,98	4.150,00	3.500,00	7.650,00	13.075,98
7. Instituciones financieras públicas	20.738,00	47.167,46	76.428,51	123.595,97	144.333,97
<b>TOTAL</b>	<b>29.559,76</b>	<b>51.317,46</b>	<b>86.150,01</b>	<b>137.467,47</b>	<b>167.027,23</b>

\*. Clasificación realizada en función de la ubicación geográfica de la casa matriz.

\*\*.. Corresponde a inversiones realizadas en entidades emisoras públicas de jurisdicción nacional. Incluye pago de obligaciones al Ministerio de Finanzas y colocaciones de otras entidades públicas no financieras en las entidades emisoras públicas.

(\*\*\*) Las operaciones en sucres han sido transformadas a dólares con la cotización promedio mensual de: 25,000,00 sucres por dólar.

Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaboración: Banco Central del Ecuador

Si se analiza la Tabla #11 y se considera el grupo No. 7 en el que se encuentran agrupadas cuatro Instituciones Financieras Públicas, se puede observar que el monto total negociado con entidades financieras privadas en la región Sierra-Amazonía es USD\$ 47,167.46 y en la región Costa-Insular USD\$ 76,428.51, claramente se puede observar que no se está cumpliendo con el porcentaje autorizado; pero con esta clase de reporte no se puede apreciar cual o cuales de las cuatro instituciones que conforman el grupo se encuentran violando la Ley; de tal manera que no se puede llevar un control efectivo a las diferentes instituciones del Sector Público y mucho menos aplicar las sanciones correspondientes.

Sin embargo, al leer cuidadosamente la ley, **específicamente el Art. 34 de la Ley Especial de Descentralización**, la misma no indica que el Banco Central del Ecuador

publicará los montos por institución y por región, simplemente indica que deberá publicar los totales en montos y plazos promedios por región, de esta manera se está originando la publicación de un reporte que no muestra claramente lo que negocia cada institución, de tal modo que no se pueda observar cuál institución esta incumpliendo la Ley.

Mediante el análisis anteriormente realizado se puede indicar que la Ley en sí posee un sinnúmero de vacíos en lo que respecta al control y vigilancia del cumplimiento del Art. 34, los cuales nos lleva a concluir que si estos mecanismos de control no están cumpliendo eficientemente su función provocará que los entes controladores no puedan garantizar el cumplimiento de la Ley en cada una de las Instituciones Públicas del país.

Otro punto también interesante consiste en analizar que según el mismo Art. 34 de la Ley, indica claramente que el volumen de los recursos que las Instituciones Públicas administren deben ser reportados a sus respectivos organismos de control, pero además indica que deben entregar un informe sobre el impacto económico de los mencionados recursos. Según entrevistas con personal del Banco Central del Ecuador, Bolsas de Valores tanto de Guayaquil como de Quito y de la Superintendencia de Bancos no existe ningún caso en el cual se lleve a cabo esta tarea.

Esto lleva a la conclusión de que es necesario una mejor vigilancia por parte de los organismos de control, con el fin de que todas las Instituciones Públicas Financieras cumplan con la ley. Ahora, es importante recordar que no solo debe existir un organismo que controle a las Instituciones Financieras Públicas sino también a las demás Instituciones Públicas que no son financieras.

### **4.3 EFECTOS PRODUCIDOS POR LA APLICACIÓN DEL ART. 34 EN EL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR**

Una de las características que hace a un Mercado de Valores eficiente es su condición de circulación de la información, fácil acceso a los mercados y libertad total de decisión de inversión de sus agentes; por supuesto, para cumplir ésta última característica es necesario que no exista intervención gubernamental.

Sin embargo, las características antes mencionadas no corresponden al Mercado de Valores del Ecuador, ya que desde el año de 1998 entró en vigencia la Ley Especial de Descentralización del Estado y Participación Social cuyo Artículo 34 tiene por objetivo cumplir con los principios de la Descentralización, forma de gobierno que desde la década de los 70 se venía discutiendo en la vida política del país y que aparece en nuestra legislación a finales de los 90.

La presente parte de capítulo se basa en el análisis y posterior comprobación de una serie de argumentos obtenidos por medio de una serie de entrevistas realizadas a personal de las Bolsas de Valores del Ecuador, Casa de Valores tanto de Quito como de Guayaquil y demás Instituciones Públicas del país.

Uno de los principales argumentos en contra del Art. 34 consiste en la idea de que el mismo ahuyenta la inversión tanto pública como privada, razón por la cual los inversionistas prefieren negociar en el Mercado Extrabursátil que en el Bursátil, en la realización de diferentes entrevistas a especialistas del mercado, tal como personal de las Bolsas de Valores del Ecuador, Superintendencia de Bancos y diferentes Instituciones Públicas, sostenían el mencionado argumento basándose en una serie de hipótesis, las mismas que se probarán durante el desarrollo de la presente parte del capítulo.

Las hipótesis sostenidas por los entrevistados indicaban que con la aplicación del Art. 34 se ahuyentaba a la inversión tanto pública como privada por las siguientes razones:

1. No permite al individuo la libre decisión de inversión.
2. Ha generado aumentos en los costos de transacción.
3. Actualmente existen pocas posibilidades de diversificar el riesgo.

#### **4.3.1 LIBRE DECISIÓN DE INVERSIÓN**

Recordemos que dentro de los principios básicos de las Finanzas<sup>15</sup> cada inversionista busca siempre tres cosas:

1. Ser tan rico como le sea posible, esto es, maximizar la riqueza presente.
2. Transformar esa riqueza en cualquier pauta temporal de consumo que desee, es decir, poder acceder a un consumo en cualquier momento.
3. Elegir las características de riesgo de ese plan de consumo, es decir, la conformación de su cartera de inversión.

En nuestro país, el inversionista privado no es el único que participa en el Mercado Bursátil también lo es el gobierno, éste negocia papeles o títulos públicos. Desde el momento en que empieza a regir el Artículo 34 de la Ley de Descentralización el inversionista se encuentra totalmente dirigido al momento de decidir cómo invertir sus recursos en el Sector Público; por ejemplo, para el caso de la Institución Pública, ésta al momento en que decide invertir tendrá que hacerlo 50% en la región Costa-Insular y el otro 50% en la Sierra-Oriente; lo mismo le sucederá al inversionista

---

<sup>15</sup> SIMMONS. MERCADOS FINANCIEROS, (2000), pp. 22-24

interesado en comprar los papeles de la mencionada institución, por ejemplo, si un inversionista desea comprar USD\$ 100,000 en obligaciones del IESS y el mercado dispone solo de este valor en ese momento; la Casa de Valores deberá adquirir los mismos 50% en el Mercado de Valores de Guayaquil (Costa-Insular) y 50% en el Mercado de Valores de Quito (Sierra-Oriente).

Cuando el gobierno entra a participar en el Mercado Bursátil con títulos públicos, debe hacer su colocación en ambas regiones, el 50% en la Costa-Insular y el otro 50% en la Sierra-Oriente, el gobierno como colocador de papeles siempre deseará obtener un mejor precio para estos títulos pero a la vez tendrá que cumplir con lo indicado con la Ley, esto significaría que tendría que obtener el mejor precio en ambas regiones, en búsqueda de este objetivo se podrían presentar las siguientes situaciones tales como:

- Encontrar a inversionistas en la región Sierra-Oriente que le ofrezcan un mayor precio por sus títulos que los inversionistas en la región Costa-Insular, al existir una mayor demanda en la región.
- Localizar inversionistas sólo en una de las regiones que demanden los títulos públicos.
- Hallar inversionistas en ambas regiones que ofrezcan el mismo precio por sus activos financieros.

Con las dos primeras situaciones descritas, el Estado no llega a actuar por libre decisión y maximizar sus beneficios, debido a que si en un mercado existe una mayor demanda por sus títulos que en otro, en el primero se venderá a un mayor precio el título y en el otro mercado aunque la institución pierda deberá vender su título a un precio menor con el objetivo de cumplir con la Ley originando la posibilidad de arbitraje.

A través de un análisis de una muestra seleccionada aleatoriamente del año 2001, obtuvimos los siguientes resultados.

- Para el caso de las Subastas Serializadas de Oferta del 100% de las negociaciones, el 83% poseía ofertas de parte de las dos regiones.
- Para el caso de las Subastas Serializadas de Demanda del 100% de las negociaciones ofrecidas a las dos regiones el 74% recibió ofertas de cada región y el 16% obtuvo un rendimiento mayor en una región que en otra.

Mediante los resultados anteriormente obtenidos se puede concluir que la posibilidad de arbitraje en las negociaciones de las instituciones pertenecientes al Sector Público en el Ecuador es ínfima y que efectivamente sí existe una demanda por igual en ambas regiones, en la mayoría de los casos.

#### **4.3.2 AUMENTOS EN LOS COSTOS DE TRANSACCIÓN**

Al momento en que el Art. 34 comienza a regir las negociaciones de las Instituciones Públicas, éstas deben canalizar el 50% de toda negociación de títulos-valores en el Mercado Bursátil en cada región del país, al realizar esta acción todo inversionista interesado y que desee adquirir todos los títulos-valores, deberá adquirirlos tanto por medio de la Bolsa de Valores de Quito como de Guayaquil, por medio de su Casa de Valores correspondiente. Como no todas las Casas de Valores están inscritas en ambas bolsas, muchos entrevistados en especial, personal de la Bolsa de Valores de Quito sostienen que se aumentan los costos de transacción debido a la búsqueda de dos Casas de Valores y los costos de pago al existir doble comisión.

Sin embargo, mediante entrevistas a Casas de Valores tales como Picaval, Multivalores, Valpacífico, Elbión, Ladupontsa, Produvalores entre otras, nos indican lo siguiente:

*“Las Casas de Valores por actuar como intermediarias de valores, es decir compra y venta de títulos por cuenta de sus clientes, simplemente son ellas las que asumen el costo de buscar una Casa de Valores inscrita en la Bolsa de Valores de Quito ( si fuese una Casa de Valores de Guayaquil) y realizar un convenio para poder cumplir con la ley y adquirir los papeles en la BVQ. En caso que sea una Casa de Valores de ámbito nacional tal como sucede con las pertenecientes a los bancos entonces, los costos de transacción se mantendrían iguales para las mismas, pues no tendrían que buscar o realizar convenios con otras Casas de Valores al estar inscritas en las dos Bolsas de Valores del Ecuador.”*

De esta manera y basándonos en una serie de entrevistas a las principales Casas de Valores tanto de Guayaquil como de Quito, la aplicación del Artículo 34 en el Mercado de Valores del Ecuador no ha aumentado los costos de transacción debido a que las mismas Casas de Valores buscan asociarse de tal manera de brindarle las mayores facilidades al inversionista.

### **4.3.3 POCAS POSIBILIDADES DE DIVERSIFICACIÓN**

En el apartado “4.1.1 Libre decisión de Inversión” se indica que entre los objetivos que posee todo inversionista se encuentra el poder elegir las mejores características de riesgo de su cartera, es decir, tomar las mejores decisiones de inversión de tal manera que se pueda disminuir el riesgo por medio de la diversificación<sup>16</sup>.

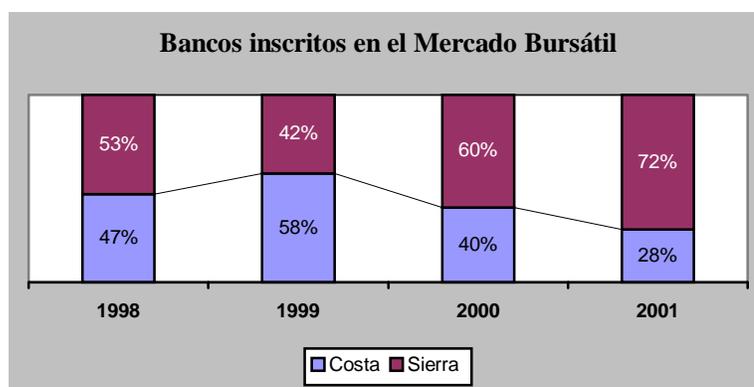
---

<sup>16</sup> FABOZZI J., MODIGLIANI y FERRI. Mercados e Instituciones Financieras, (1998), pp 24-27

Sin embargo, en base a entrevistas realizadas a representantes de las principales Instituciones Públicas del país, indican que al momento de poseer recursos para la compra de títulos-valores, se encuentran con un sinnúmero de dificultades al no poseer un abanico variado de opciones para invertir y la principal causa es debido a que toda institución del Sector Público se encuentra obligada por el Art. 34 a invertir el 50% de sus recursos en cada una las regiones del país. Tal es el caso de la región Costa-Insular, en la que sostienen que al momento de desear invertir en un banco costeño debido a la mala situación del mercado bancario de la región son muy pocas las opciones existentes donde poder invertir, razón por la cual terminan concentrando sus recursos en dos o tres bancos de la Costa de tal manera que aumenta el riesgo de sus inversiones.

Con el fin de corroborar lo antes mencionado mediante el Gráfico #70 se puede observar el número de bancos inscritos en cada una de las Bolsas de Valores del Ecuador de tal manera que se pueda apreciar las opciones de inversión en el Mercado Bursátil Ecuatoriano.

**Gráfico #70**

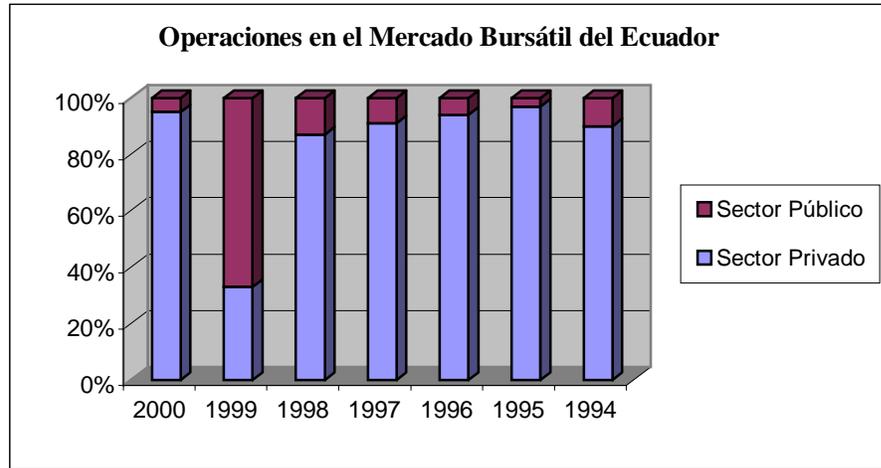


Fuente: Bolsas de Valores de Guayaquil  
Elaboración: Los autores

En base al Gráfico #70 se puede observar que en realidad los bancos inscritos en la región Costa-Insular a través del tiempo han ido disminuyendo de tal manera que mientras en el año 1998 de los bancos ecuatorianos el 47% pertenecían a la región Costa-Insular, para el primer semestre del 2001 solo pertenecen el 28% del total nacional, lo cual indica que realmente existen pocas opciones de inversión para las instituciones del Sector Público de tal manera que con el fin de cumplir con lo indicado en el Art. 34 deben concentrar sus recursos en unos pocos bancos de la región Costa-Insular.

Cabe recalcar que en lo referente a las pocas posibilidades de diversificación, éste es un problema causado por factores totalmente ajenos al Art. 34 por lo cual no se puede sostener que el mismo sea el origen del problema; sino el mal manejo de nuestros banqueros en el país y la falta de monitoreo de los entes de control respectivos.

En base a los análisis anteriormente desarrollados se puede concluir que en realidad la aplicación del Artículo 34 **NO HA PRODUCIDO** una disminución en la participación de los inversionistas especialmente de los privados, en tal caso la misma no ha sufrido grandes variaciones desde la aplicación del Art. 34, tal como se puede apreciar mediante el Gráfico #71 donde se muestra la participación tanto del Sector Público como del Sector Privado en el Mercado de Valores Ecuatoriano, en tal caso se puede indicar que las negociaciones del Sector Privado han aumentado a través del tiempo, con excepción del año 1999.

**Gráfico #71**

Fuente: Bolsas de Valores de Guayaquil  
Elaboración: Los autores

## CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Durante el desarrollo de la presente tesis se presentaron un sinnúmero de obstáculos, en especial, los relacionados con la información, pues mucha de ella no era de fácil acceso (sigilo bancario), se encontraba incompleta o simplemente no existía; razón por la cual los autores debieron desplazarse a la capital del país con el fin de poder obtener la mayor cantidad de datos y cifras posibles, además se llevó a cabo la realización de un gran número de entrevistas con autoridades de diferentes Instituciones Públicas tales como la Bolsa de Valores de Quito, la Superintendencia de Bancos, el Banco Central del Ecuador, entre otras.

En este último capítulo se presentarán las diferentes conclusiones a las que se ha llegado a través de un profundo y detenido análisis tanto del marco teórico y jurídico, como también de las cifras en su conjunto. Así mismo se presentan un conjunto de recomendaciones las mismas que a criterio de los autores lograrían que la aplicación del Art. 34 de la Ley Especial de Descentralización del Estado y Participación Social se realice de manera más adecuada y eficiente.

Este estudio pretende constituir un aporte al debate que se ha mantenido sobre la eficiencia en la aplicación de un sistema como el de la Descentralización, el que ha surgido como la solución ideal para dar fin a la crisis provocada por un Estado Centralista. En ese marco, este trabajo posee como objetivo principal el analizar el impacto que ha traído consigo la aplicación de la Ley de Descentralización en el Mercado de Valores, se espera además, que sea una fuente de consulta tanto para profesionales y estudiantes de pregrado con interés en el mismo.

## **CONCLUSIONES**

Para poder presentar las diferentes conclusiones a las que los autores llegaron a través de la realización de la presente tesis, es necesario indicar que la aplicación del Art. 34 en el Mercado de Valores del Ecuador posee tanto aspectos positivos como negativos que se detallan a continuación:

### **ASPECTOS POSITIVOS**

1. Con la aplicación del Art. 34, se ha logrado una mayor transparencia en las negociaciones del Sector Público, debido a que el Sistema de Subasta Serializada, creado a partir de la aplicación del artículo mencionado, posee la característica de realizarse de manera pública y de fácil acceso para los participantes del mercado, de tal modo que ha disminuido la discrecionalidad de los funcionarios de las diferentes Instituciones Públicas del país, eliminando de esta manera compromisos externos al mercado, lo cual colabora en disminuir la corrupción en el país, de esta manera queda probada la hipótesis que indicaba que el Art. 34 proporciona al mercado equidad y transparencia.
2. En lo referente a las rentabilidades obtenidas en una u otra región en base a los análisis realizados en el Capítulo III durante el período comprendido a partir del año 1994 hasta el primer semestre del año 2001, demuestran que no existen diferencias significativas (salvo algunas excepciones) entre las rentabilidades obtenidas de títulos con las mismas características negociados en una u otra región, además se evidencia que las diferencias en las rentabilidades obtenidas entre una y otra región no es un factor preponderante para invertir en una u otra región, pues los resultados del análisis producen

resultados ambiguos, debido a que en ocasiones las instituciones del Sector Público invierten en la región que les ofrezcan mayor rentabilidad, pero otras veces invierten en la región contraria.

3. A pesar de un sinnúmero de argumentos que existen en contra del Art.34 por ciertos sectores del país, al indicarse que su aplicación no es práctica especialmente porque limita las ganancias que podría poseer las Instituciones Públicas al negociar libremente en el Mercado de Valores, debemos recordar que se está tratando con dinero público, es decir, con dinero de todos los millones de ecuatorianos que forman al país, razón por la cual estos recursos no pertenecen a la institución ni al gobierno sino a **todos los ecuatorianos**, por lo que es necesario que existan los lineamientos legales que indiquen su uso, en especial en lo que se refiere a la inversión en títulos-valores, esto no quiere decir que se le coloque trabas a las negociaciones y mucho menos al desarrollo del Mercado de Valores, lo que se busca es la transparencia en las negociaciones de las Instituciones Públicas, los autores de la presente tesis están de acuerdo de que debería existir una total libertad al negociar a través del Mercado Bursátil pero en el caso de recursos públicos ante todo reina la transparencia con que se realicen éstas, al menos, durante el tiempo que Ecuador se encuentre entre los primeros lugares de corrupción a nivel mundial y mientras las cifras demuestren que las Instituciones Públicas no se comporten racionalmente al invertir en una región en la que no obtengan la mayor rentabilidad.

## **ASPECTOS NEGATIVOS**

1. Mediante el análisis realizado al marco jurídico que rige las negociaciones del Sector Público, se determinó la existencia de un sinnúmero de fallas y vacíos legales, como por ejemplo:
  - A pesar que desde 1969 existe la primera Bolsa de Valores recién en el año 1994 aparece el marco jurídico en el cual se desenvuelve el Mercado de Valores y después de tres años de publicarse éste aparece la Ley de Descentralización que presenta el marco legal para las negociaciones del Sector Público.
  - El Art. 34 rige solamente sobre montos mayores a los USD\$ 2,629 obligándolos a negociarse a través de las Bolsas de Valores, sin embargo, las cantidades menores no se encuentran reguladas por Ley alguna, lo mismo sucede para el Mercado Extrabursátil.
  - Al momento de publicarse la Ley de Descentralización, la misma indicaba la forma de inversión de las diferentes Instituciones Públicas, incluso mediante el Art. 35 se indicaba la sanción en caso de no cumplir la ley, pero éste mismo artículo no indicaba la institución que velaría por el cumplimiento de la misma, sino que ésta es designada dos años después por medio del Instructivo de Control de la Superintendencia de Bancos, es decir que durante un período de dos años las negociaciones del Sector Público no se encontraron reguladas por institución alguna.
2. A pesar de que el Art. 34 busca una equidad de los recursos públicos, debido a que la mayoría de las Instituciones Públicas tenían preferencia por invertir en

una sola región del país, no cumple de forma total su objetivo debido que solamente puede canalizar la colocación de los recursos de tal manera que sean invertidos de manera equitativa en ambas regiones, pero los mismos, una vez colocados en manos privadas se distribuyen de manera desconocida, tal como sucede al invertir en papeles de Instituciones Financieras Privadas, de esta manera la hipótesis planteada acerca de que el Art. 34 proporciona una justicia social y distributiva no se cumple en su totalidad.

3. Se pudo concluir además que los recursos de la mayoría de las Instituciones Públicas han sido distribuidos equitativamente en lo que se refiere a “dirigirlos” entre las regiones Costa-Insular y Sierra-Oriente de manera anual, sin embargo, no de forma mensual y mucho menos diaria, lo cual incumple con lo mandado en la ley, incluso se puede indicar que tampoco lo cumplen en lo que respecta a los montos y plazos negociados por los mismos períodos.

## RECOMENDACIONES

1. En el análisis que se realizó sobre los reportes emitidos por el Banco Central del Ecuador, tan sólo una de las siete agrupaciones que se presentan en el reporte correspondiente a las “*Instituciones Financieras Públicas*” cumplían la Ley, lo cual demuestra claramente que es necesario ejercer un mejor control a “**todas**” las instituciones pertenecientes al Sector Público, en especial a aquellas que negocian en el Mercado Extrabursátil Ecuatoriano; una de las formas puede ser por medio de reportes mensuales sobre las inversiones de cada Institución Pública (no agrupándolas) y que los mismos estén al alcance del público para que de esta manera se conozca plenamente las Instituciones Públicas que no cumplen con la Ley.

2. Es necesario que se establezcan reglas claras en cuanto al significado de la Ley, durante la serie de entrevistas realizadas por los autores se pudo corroborar la existencia de diferentes interpretaciones a la ley, como por ejemplo el invertir el 50% en la región Costa-Insular significaba negociar en la BVG no importaba si el emisor del papel poseía domicilio en la región Sierra-Oriente, cuando en realidad invertir en la región Costa-Insular significa invertir en papeles pertenecientes a emisores con domicilio principal en dicha región.
3. Se debe buscar formas de control que permitan observar que los recursos colocados en cada región sean realmente invertidos en dichas regiones con el fin de cumplir al 100% los objetivos de la Descentralización, de tal manera que se distribuyan los recursos en ambas regiones para un mayor desarrollo económico y social de las mismas, tales como informes mediante los cuales se presente el destino que posee cada inversión que realicen las Instituciones Públicas, para el caso de los bancos sería un poco más difícil pero se podría crear un instrumento financiero especial para el Sector Público de tal manera que los fondos recaudados en los mismos se destinen a créditos exclusivamente para la región donde hayan sido captados y una mejor forma de canalizar los recursos es crear incentivos para la banca de tal manera que ellos tengan sus propios intereses para que los recursos se queden en la región correspondiente.
4. El Gobierno Nacional debe velar por el cumplimiento del Art. 34 también en el Mercado Extrabursátil con el fin de evitar distorsiones del mercado, sobre la base de la tesis realizada se pudo observar que en algunas ocasiones las Instituciones Públicas no actuaban racionalmente pues antes de que rija el Art. 34 se podía observar casos en que las mismas invertían en títulos pertenecientes en una región cuando la mayor rentabilidad era ofrecida en otra, lo cual nos lleva a concluir que no están buscando el mejor uso para sus

recursos, por ello es necesario exista una mayor regulación por parte del gobierno de los recursos públicos asignando una institución exclusiva para el control del Mercado Bursátil, pues se debe recordar que estos son y provienen del dinero de todos los ecuatorianos.

# **ANEXOS**

**ANEXO 1.1****RESUMEN DE CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS  
FINANCIEROS**

---

**Clasificación por la naturaleza de la obligación**

---

Mercado de Deuda  
Mercado de Acción

---

**Clasificación por plazo de la obligación**

---

Mercado de Dinero o Crédito  
Mercado Monetario  
Mercado de Capitales

---

**Clasificación de acuerdo por el intermediario**

---

Mercado de Intermediación Financiera  
Mercado de Desintermediación Financiera

---

**Clasificación por la madurez de la obligación**

---

Mercado Primario  
Mercado Secundario

---

**Clasificación por entrega inmediata o futura**

---

Mercado Spot o Efectivo  
Mercado Derivado

---

**Clasificación por estructura organizacional**

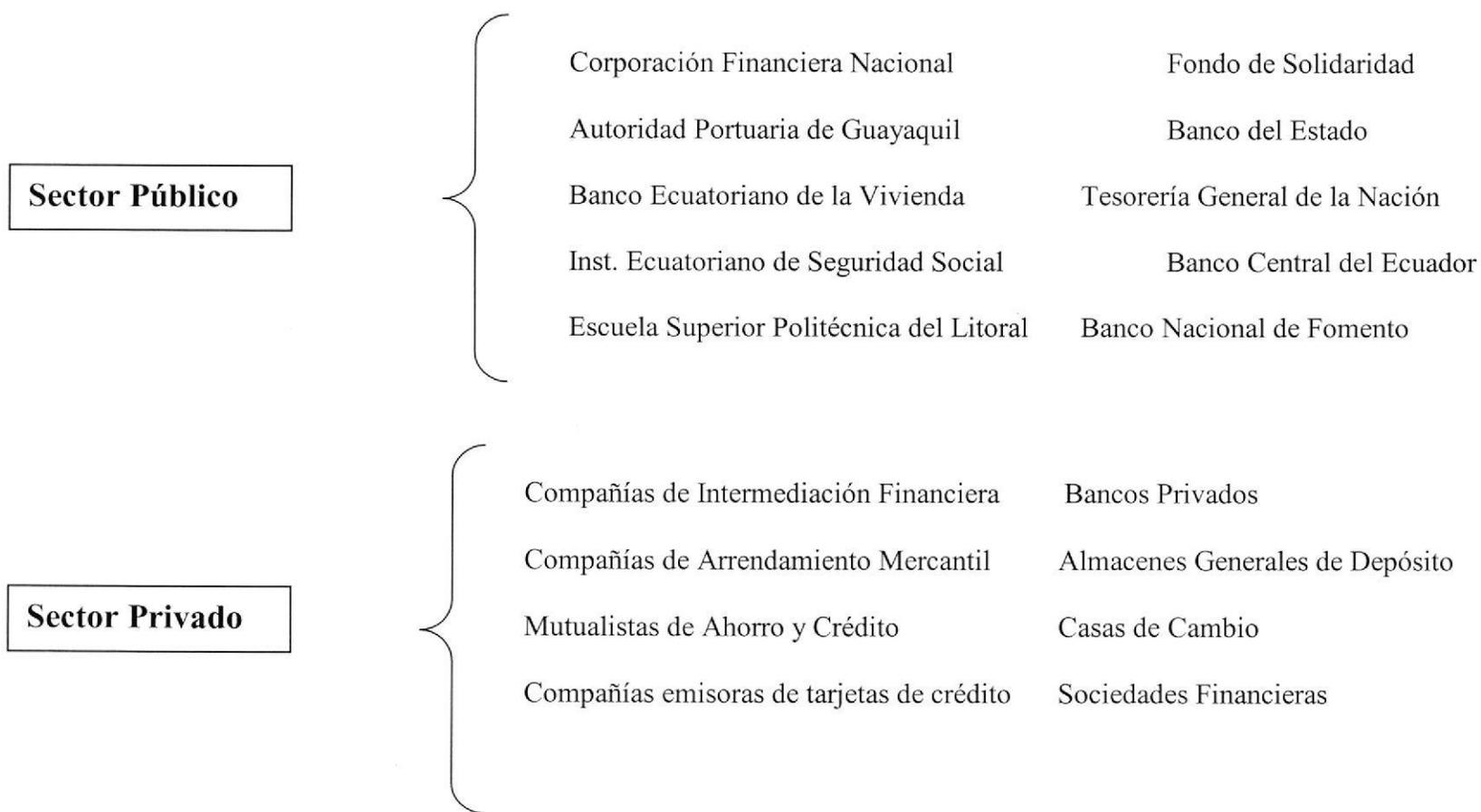
---

Mercado de Subasta  
Mercado de Mostrador  
Mercado Intermedio

---

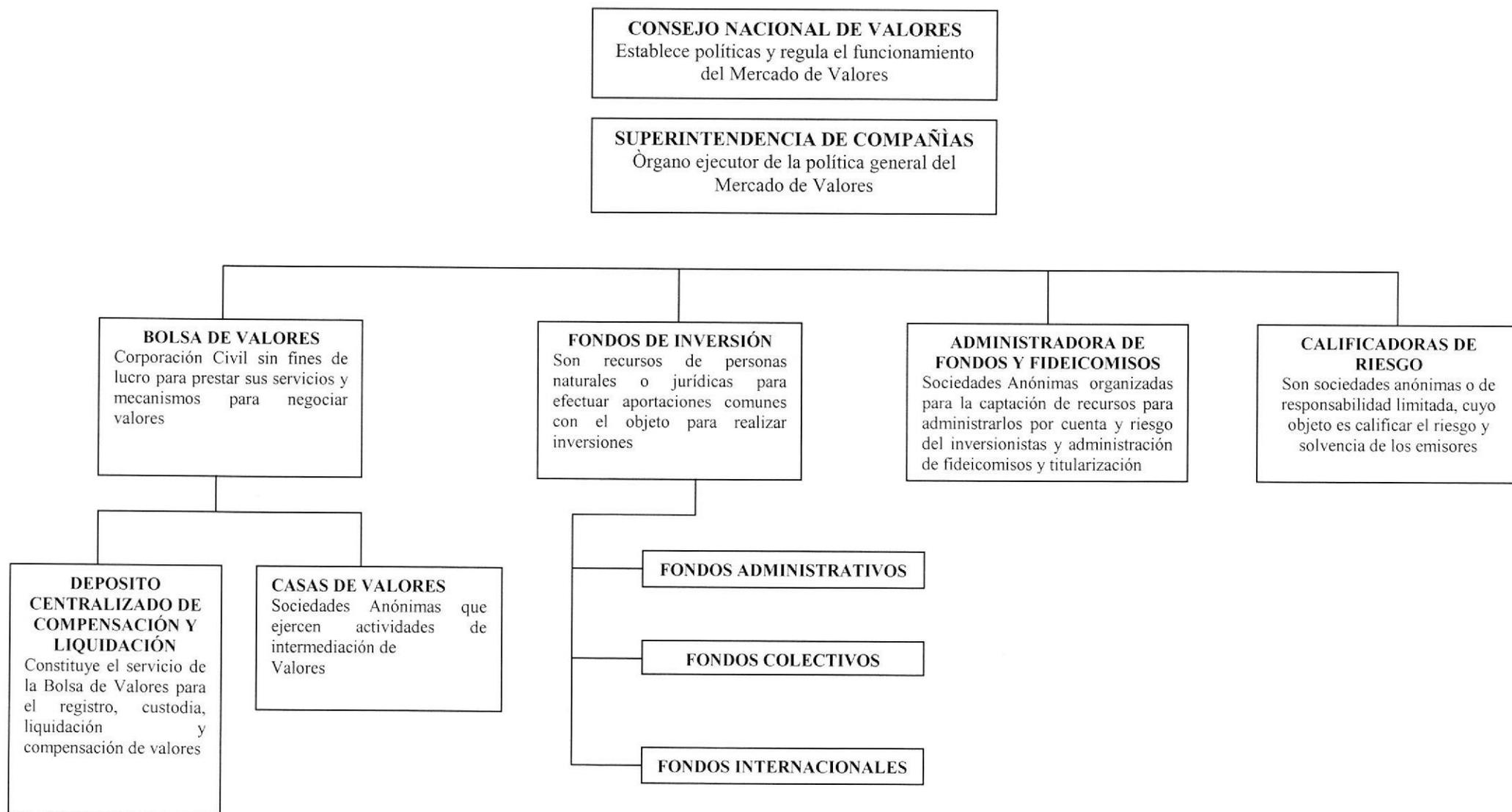
## ANEXO 1.2

## CLASIFICACIÓN DE LAS PRINCIPALES INSTITUCIONES PARTICIPANTES EN EL MERCADO FINANCIERO



## ANEXO 1.3

## ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES



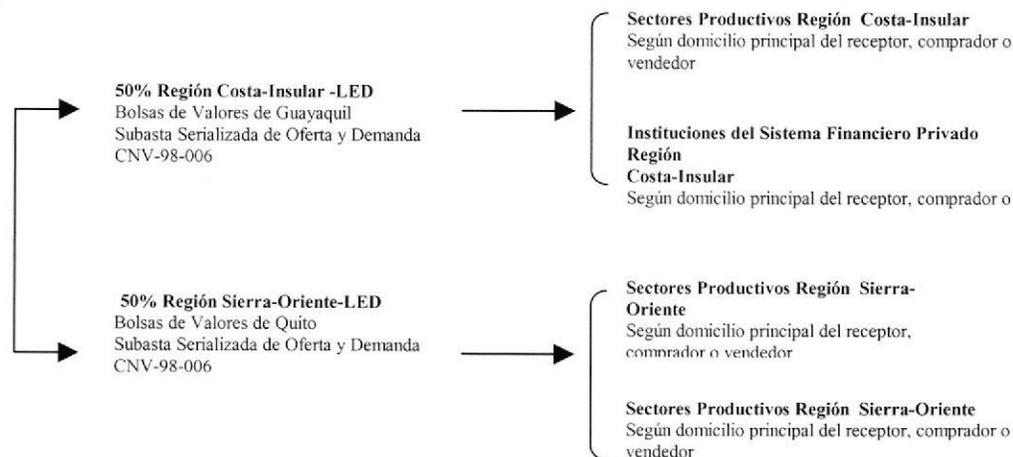
## ANEXO No. 2.1

## APLICACIÓN PRÁCTICA DE LA LEGISLACIÓN EN MATERIA DE DESCENTRALIZACIÓN FINANCIERA.-

### ART. 34 LEY DESCENTRALIZACIÓN + ART. 37 LEY MERCADO VALORES +

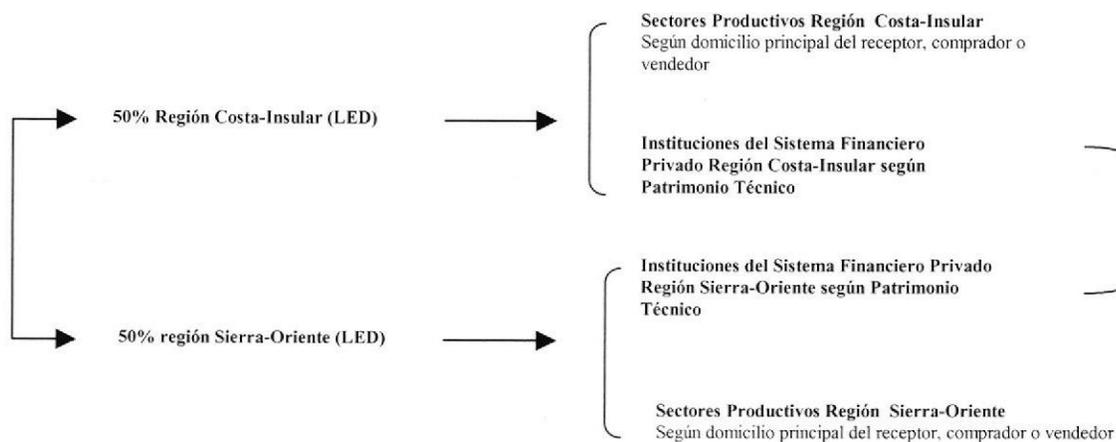
#### CNV-98-006

**MONTOS SUPERIORES A 1000 UVC (LMV)**  
 Mercados de Valores: Bolsas de Valores  
 Compra-Venta de Activos Financieros  
 Operaciones de Reporto (1)



**Art. 17 LRE:**  
**Subasta**  
**Resol. JB-167-1999**

**MONTOS INFERIORES A 1000 UVC (LMV)**  
 Mercado Financiero: IFIS  
 Ctas. Corriente y de Ahorro.



**Art. 17 LRE:**  
**Subasta**  
**Resol. JB-167-1999**

**ANEXO 3.1**  
**PAPELES NEGOCIADOS POR LAS INSTITUCIONES DEL**  
**SECTOR PÚBLICO**  
**EN EL MERCADO BURSÁTIL**  
**ECUATORIANO**

INSTITUCIÓN	PAPEL	1994				1995				1996				1997			
		PLAZO EN DÍAS				PLAZO EN DÍAS				PLAZO EN DÍAS				PLAZO EN DÍAS			
		1 a 60	61 a 180	181 a 360	Más 360	1 a 60	61 a 180	181 a 360	más 360	1 a 60	61 a 180	181 a 360	más 360	1 a 60	61 a 180	181 a 360	más 360
BCE	BE					**	**			**	**	**		**	**	**	
	BEM					**	**			**	**		**	**	**	**	
	CF		**														
	CT									**	**				**	**	
	PAC	**	**	**	**		**			**	**	**		**	**	**	
	PAG					**	**										
	OBL															**	**
CD	**	**	**		**	**	**	**	**	**	**		**	**			
BEV	PAG	**	**			**	**			**	**				**		
IESS	AV	**	**			**	**										
	PAG	**	**			**	**			**	**			**	**		
	CCD					**	**										
	LC					**	**								**		
	CD					**				**	**			**	**		
PAC									**	**			**	**			
TGN	BE	**				**		**		**		**	**			**	**
	CD									**				**			
	PAG	**	**														
	CT						**	**									
	PAC	**												**			

INSTITUCION	PAPEL	1998				1999				2000				2001			
		PLAZO EN DÍAS				PLAZO EN DÍAS				PLAZO EN DÍAS				PLAZO EN DÍAS			
		1 a 60	61 a 180	181 a 360	más 360	1 a 60	61 a 180	181 a 360	más 360	1 a 60	61 a 180	181 a 360	más 360	1 a 60	61 a 180	181 a 360	más 360
BCE	BE	**	**	**		**	**	**		**	**	**		**		**	
	BEM	**	**	**		**	**	**		**	**	**		**			
	CF																
	CT			**		**	**	**		**	**	**					
	PAC	**	**		**	**	**	**		**	**			**			
	PAG																
	OBL			**	**		**		**				**				**
CD	**	**			**	**			**	**			**	**			
BEV	PAG	**	**			**	**	**		**							
	AV	**	**			**											
	PAC		**			**	**			**	**		**	**			
	CD	**	**			**	**			**	**		**	**			
CFN	ACC																
	CT	**	**					**									
	OBL	**	**		**	**	**	**	**								
	PB																
	CD				**	**				**	**		**	**	**		
	LC	**								**	**						
	PAC	**	**							**	**			**			
AV		**								**			**	**	**		
IESS	AV																
	PAG	**	**				**										
	CD	**	**			**	**		**	**							
	PAC	**	**			**	**		**	**							
TGN	BE	**	**			**						**					**
	LC	**															
	PAG		**			**											
	CD	**	**														
	PAC						**						**	**	**		
BEDE	CT			**			**	**				**	**	**			
	CD						**	**		**	**		**	**			
	PAC					**							**	**		**	
BNF	CT				**	**						**			**		
	BE											**		**			
	BEM																
	PAG							**				**		**	**		
	PAC								**				**	**	**		
	CD								**	**			**	**			

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil  
Elaboración: Los Autores

## BIBLIOGRAFÍA

1. BANCO CENTRAL DEL ECUADOR. Boletines “Inversiones en Activos Financieros”. Guayaquil, 1998- Junio 2001.
2. BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Boletines “Reportes de las Operaciones del Sector Público. Guayaquil, 1998- Junio 2001.
3. BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Descentralización: Ecuilizador para el desarrollo armónico regional, Poligráfica, Guayaquil, 2000.
4. BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL. Guía Didáctica del Mercado de Valores, Poligráfica, Guayaquil, 2000.
5. DECRETO NO. 589 SOBRE INVERSIONES FINANCIERAS DEL SECTOR PÚBLICO. Quito, 2000.
6. FABOZZI J., MODIGLIANI y FERRI M. Mercados e Instituciones Financieras. Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A., México.
7. INSTRUCTIVO PARA EL CONTROL DE INVERSIONES PÚBLICAS. Resolución de la Superintendencia de Bancos No. 167 R/O 320, Quito, 1999.

8. LAUTARO, Segovia. La Descentralización en el Ecuador. Ediciones Abya-Yala, Primera Edición, Quito, 2000.
9. LAUTARO, Segovia. Encrucijadas y perspectivas de la descentralización en el Ecuador. Ediciones Abya-Yala, Primera Edición, Quito, 1998.
10. LEY DE MERCADO DE VALORES. Capítulo VIII, Quito, 1998, Art. 37-42
11. LEY DE REORDENAMIENTO ECONÓMICO EN EL ÁREA TRIBUTARIO FINANCIERO. Quito, 1997.
12. LEY ESPECIAL DE DESCENTRALIZACIÓN Y PARTICIPACIÓN SOCIAL. Capítulo IV, Quito, 1997.
13. MERIZALDE, Martha. La Descentralización en las inversiones del Sector Público. Guayaquil, 2000.
14. MONTALVO, Mariana. Lea antes de jugar en la Bolsa. Editorial Poligráfica, Ecuador, 1998.
15. PAZMIÑO, Sandra. El Rol del Mercado de Valores en el Ahorro Interno. Dirección de Políticas Económicas del Banco Central del Ecuador, Quito, 1998.
16. REGLAMENTO DE SUBASTA SERIALIZADA DE ACTIVOS FINANCIEROS PÚBLICOS. Resolución Concejo Nacional de Valores No. RO/322, Quito, 1998.
17. SIMMONS, Peter. MERCADOS FINANCIEROS. Editorial McGraw-Hill, España.

18. WEBSITE. Banco Central del Ecuador. [www.bce.fin.ec](http://www.bce.fin.ec)
19. WEBSITE. Bolsa de Valores de Guayaquil. [www.bvg.fin.ec](http://www.bvg.fin.ec)
20. WEBSITE. Bolsa de Valores de Quito. [www.cccbvq.com](http://www.cccbvq.com)
21. WEBSITE. Superintendencia de Bancos [www.superban.gov.ec](http://www.superban.gov.ec)

