



UNIVERSIDAD LAICA VICENTE ROCAFUERTE DE GUAYAQUIL

FACULTAD DE JURISPRUDENCIA Y CIENCIAS SOCIALES

PROYECTO DE INVESTIGACIÓN PREVIO LA OBTENCIÓN DEL
TÍTULO DE ABOGADA DE LOS JUZGADOS Y TRIBUNALES DE LA
REPÚBLICA

TÍTULO:

“INSUFICIENCIA LEGAL PARA LA APLICACIÓN DEL CONTRATO DE
UNDERWRITING”

TUTOR: DR. ENRIQUE VALLE

EGRESADA:
MARIA DANIELA NEIRA SUAREZ

GUAYAQUIL – ECUADOR

2012

AGRADECIMIENTO

Agradezco a Dios por haberme permitido culminar mis estudios exitosamente y ser mi fuerza para siempre seguir adelante y nunca desistir de todas las metas que me propongo.

También quiero agradecer a mi familia por haberme apoyado durante todos mis años de estudios y ser un pilar muy importante en mi vida.

Mis sinceros agradecimientos a la Dra. Mercy Valarezo, quien me asesoró para la elección del tema de investigación y también fue un soporte muy importante en el desarrollo de este proyecto.

A mi tutor Dr. Enrique Valle, agradezco haberme guiado en todo momento durante la elaboración de mi proyecto de investigación.

Daniela Neira Suárez

DEDICATORIA

Dedico este proyecto de investigación a mi esposo, por ser un apoyo incondicional en cada paso que sigo en mi vida.

A mi familia, sobre todo a mi madre quien ha sido un pilar importante en mi formación como ser humano y un gran ejemplo a seguir de lucha y superación.

Daniela Neira

CERTIFICACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS DE AUTOR

Guayaquil, 6 de noviembre de 2012.

Yo, MARIA DANIELA NEIRA SUAREZ, declara bajo juramento, que la autoría del presente trabajo, me corresponde totalmente y me responsabilizo con los criterios y opiniones científicas que en el mismo se declaran, como producto de la investigación que he realizado.

De la misma forma, cedo mis derechos de autor a la Universidad Laica Vicente Rocafuerte de Guayaquil, según lo establecido por la Ley de Propiedad Intelectual, por su Reglamento y Normatividad Institucional vigente.

Firma: _____

María Daniela Neira Suárez

**CERTIFICACIÓN DEL TUTOR / DIRECTOR DEL PROYECTO DE
INVESTIGACIÓN**

Guayaquil, 6 de noviembre del 2012

Certifico que el proyecto de investigación titulado “INSUFICIENCIA LEGAL PARA LA APLICACIÓN DEL CONTRATO DE UNDERWRITING” ha sido elaborado por MARIA DANIELA NEIRA SUAREZ bajo mi tutoría / dirección, y que el mismo reúne los requisitos para ser defendido ante tribunal examinador que se designe al efecto.

Firma: _____

Dr. Enrique Valle

RESUMEN EJECUTIVO

La presente investigación titulada “INSUFICIENCIA LEGAL PARA LA APLICACIÓN DEL CONTRATO DE UNDERWRITING” es una herramienta que contribuye al derecho ecuatoriano ya que comienza con una investigación exhaustiva de todos los aspectos relacionados del contrato bajo estudio en el que apreciaremos los diferentes puntos de vista de varios doctrinarios sumándose a esto la posición y comentarios de la autora de este proyecto.

Analizaremos la importancia de este novedoso contrato como instrumento financiero para las empresas que necesiten capital y no deseen recurrir ante el sistema financiero convencional, así como demostraremos su vital importancia para impulsar el desarrollo del Mercado de Valores en el país.

Mediante un estudio avanzado examinaremos toda la normativa que se ha emitido sobre el Contrato de Underwriting en nuestro país desde sus orígenes, con lo que podremos resaltar las falencias y vacíos legales que existen para la aplicación del mismo; y a su vez realizaremos un breve mapeo del uso de este contrato en otros países para comparar si la situación que se produce es similar a la que ocurre en el nuestro.

Además, a través de una investigación de campo analizaremos las entrevistas realizadas en varias instituciones para demostrar que el problema planteado es real y no es una visión subjetiva de su autora.

Finalmente, luego de toda la investigación se realizará la formulación de la propuesta, la cual constituye en sí el proyecto propiamente dicho, debido a que la aplicación de la misma significará un valioso aporte para nuestra legislación.

ÍNDICE

RESUMEN EJECUTIVO.....	5
INDICE.....	6

CAPÍTULO I

1. INTRODUCCION.....	9
1.2 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA.....	11
1.3 JUSTIFICACION E IMPORTANCIA DE LA INVESTIGACION.....	12
1.4 OBJETIVOS.....	12
1.4.1 OBJETIVOS GENERALES.....	12
1.4.2. OBJETIVOS ESPECIFICOS.....	13
1.5 INTENCIONALIDAD DE LA INVESTIGACION.....	13
1.6. METODOLOGIA Y DISEÑO DE LA INVESTIGACION.....	13
1.7 PRESUPUESTO.....	15

CAPITULO II: FUNDAMENTACION TEORICA

2.1 CONCEPTO DE UNDERWRITING.....	16
2.2 ETIMOLOGIA.....	18
2.3 ORIGENES Y EVOLUCION.....	18
2.4 NATURALEZA JURIDICA.....	18
2.5 CARACTERES DEL CONTRATO.....	22
2.6. OBJETO.....	22

2.7 PARTES CONTRACTUALES.....	23
2.8 DERECHOS Y OBLIGACIONES DE LAS PARTES.....	26
2.9 TITULOS OBJETO DEL CONTRATO.....	28
2.10 MODALIDADES DEL CONTRATO.....	29
2.10.1. UNDERWRITING EN FIRME.....	29
2.10.2 UNDERWRITING NO EN FIRME.....	30
2.10.3 UNDERWRITING DE GARANTIA.....	30
2.10.4. UNDERWRITING DEL MEJOR ESFUERZO.....	31
2.10.5 UNDERWRITING DEL TODO O NADA.....	31
2.11. EXTINCION DEL CONTRATO.....	32
2.12. PROCESO DEL UNDERWRITING.....	32
2.13 VENTAJAS Y DESVENTAJAS.....	34
2.14 EL MERCADO DE CAPITALAS.....	35
2.15 EL MERCADO DE VALORES.....	36

CAPITULO III: EVALUACION DIAGNOSTICA

3.1 HIPOTESIS.....	38
3.2 EL CONTRATO DE UNDERWRITING EN LA LEGISLACION ECUATORIANA.....	39
3.3 EL CONTRATO DE UNDERWRITING EN LA LEGISLACION EXTRANJERA.....	47

3.4 PREGUNTAS REALIZADAS A LOS FUNCIONARIOS DE LA INTENDENCIA DE MERCADO DE VALORES.....	51
3.5 ANALISIS DE LAS ENTREVISTAS REALIZADAS A LOS FUNCIONARIOS DE LA INTENDENCIA DE MERCADO DE VALORES.....	52
3.6 PREGUNTAS REALIZADAS A LOS FUNCIONARIOS DE LA BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL.....	54
3.7 ANALISIS DE LAS ENTREVISTAS REALIZADAS A LOS FUNCIONARIOS DE LA BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL.....	55
3.8 PREGUNTAS REALIZADAS EN LAS CASAS DE VALORES DE GUAYAQUIL.....	57
3.9 ANALISIS DE LAS ENTREVISTAS REALIZADAS EN LAS CASAS DE VALORES DE GUAYAQUIL.....	58
3.10 BREVE ANALISIS DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO.....	61
3.11 CONCLUSIONES SOBRE EL ANALISIS DE LA EVOLUCION DEL MERCADO DE VALORES EN ECUADOR.....	84
CAPITULO IV: FORMULACION DE LA PROPUESTA.....	87
VIABILIDAD DE LA PROPUESTA.....	93
CONCLUSIONES.....	97
RECOMENDACIONES.....	99
BIBLIOGRAFIA.....	101
GLOSARIO DE TERMINOS.....	103
ANEXOS	

CAPITULO I

1.1 - Introducción

Los desafíos que presenta una economía globalizada y dinámica como la de hoy, con aspectos económicos coyunturales que presentan un alto grado de conflictividad para la actividad empresarial, el desarrollo de las mismas adquiere ciertos niveles de dificultad en la medida en que estas requieren un alto flujo de recursos financieros que permita la expansión y constante desarrollo tecnológico; para la obtención de recursos económicos las empresas acuden al sistema financiero (tradicional) o al mercado de capitales.

En el siglo XX el intenso crecimiento económico, impulsó un auge de la sociedad anónima, como forma jurídica indispensable para grandes empresas e instrumento de la evolución económica contemporánea.

Es importante destacar que en el mundo de los negocios, el principio de la limitación de la responsabilidad de las personas a las sumas cuyo aporte prometieron, y la división del capital en títulos de fácil circulación, han sido factores que impulsaron la movilización del ahorro privado.

El mercado de los títulos valores ha adquirido vasta resonancia popular, especialmente en los países que han alcanzado un mayor grado de desarrollo industrial. Millones de ahorradores logran así acceso a las acciones de grandes empresas, y éstas, por su parte, obtienen los fondos necesarios para sus operaciones.

Es necesaria, en consecuencia, una legislación que proteja al ahorro y, al mismo tiempo, facilite el desarrollo de la iniciativa individual y el espíritu de empresa. En el Ecuador, si bien el mercado de capitales y la industrialización no han evolucionado con un ritmo acorde con las exigencias del desarrollo nacional a que nuestra eventual capacidad de producción permite aspirar, es significativo, de todos modos, el aumento de la negociación de los títulos valores que las estadísticas señalan.

Los instrumentos que regulen la actividad de la compra venta de los títulos debe permitir un equilibrio de la acción estatal y las instituciones bursátiles, en vista a la protección del público inversor y la creación de condiciones de seguridad y confianza que impulsen la difusión de la propiedad de títulos valores, con los controles jurídicos necesarios pero sin injerencias estatales obstructoras de los negocios.

Uno de los aspectos destacables de la tendencia reciente de los mercados internacionales es la mayor complementación entre el sistema bancario y el mercado de capitales.

Siguiendo este orden de ideas, y teniendo en cuenta los aspectos económicos que se presentan hoy en nuestro país, podemos poner como ejemplo el crecimiento de las operaciones con valores, se hace urgente conocer mecanismos sanos de financiación al mismo tiempo que debemos permitir su difusión, estudiarlos, analizarlos y aplicarlos al desarrollo empresarial y económico.

En el presente trabajo haremos un análisis detallando los aspectos importantes de la técnica o contrato de underwriting, el mismo que es aplicable al mercado de valores, comenzaremos con el análisis del significado que se le atribuye a este tipo de contrato tratando de conceptualizarlo, posteriormente procederemos a explicar los diferentes tipos y el manejo en el ámbito nacional.

Posteriormente analizaremos el marco legal que rige actualmente el contrato, sus falencias y vacíos para determinar qué necesitamos implementar para su aplicación en nuestro medio.

Nos ocuparemos, también de hacer un mapeo de la situación del mercado de valores en Ecuador y su evolución en el periodo 2005 -2011 como entorno de la utilidad de aplicación de un instrumento como el contrato de underwriting y lo acompañaremos con las entrevista a funcionarios de las instituciones quienes gestionan el otorgamiento del este tipo de contrato.

El underwriting puede otorgar a las entidades financieras un verdadero protagonismo en la emisión y colocación de las obligaciones negociables. Este contrato ha sido definido como aquel que celebra una entidad financiera y una entidad emisora de valores mobiliarios “por

medio de la cual la primera asume la obligación de prefinanciarle a la segunda, con garantía o sin ella, una emisión de títulos” (Benelbaz y Coll; 1994).

En los siguientes capítulos analizaremos la importancia del underwriting como instrumento alternativo de financiamiento y que crearía una nueva sinergia entre el mercado de capitales y el financiero.

1.2 Definición del problema de investigación

El problema de este proyecto de investigación se encuentra reflejado en el título del mismo: Insuficiencia Legal para la aplicación del contrato de underwriting.

Es decir, la falta de normas jurídicas que regulen el contrato de underwriting para que pueda ser aplicado en nuestro medio.

El contrato bajo estudio se desenvuelve en el mercado de valores, y las disposiciones legales que regulan todas estas negociaciones en nuestro país son la Ley de Mercado de Valores y la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

La Ley de Mercado de Valores, nombra superficialmente al contrato de underwriting más no profundiza sobre el mismo.

En la Codificación de Resoluciones encontramos unas cuantas normas jurídicas sobre el contrato, pero no se encuentra ampliamente regulado.

Es por este motivo, que considero que al no haber una regulación amplia sobre el contrato de underwriting dentro de la Ley de Mercado de Valores, crea inseguridad jurídica para su aplicación y difusión en nuestro medio.

Existen varias normas dispersas sobre el uso del contrato, por lo que es necesario unificarlas bajo una ley.

A través de las entrevistas realizadas en la investigación de campo, pude comprobar que efectivamente el contrato casi no ha sido utilizado, sin embargo no existen estadísticas sobre su uso en los entes reguladores del Mercado de Valores en nuestro país.

1.3 Justificación e importancia de la investigación

El instrumento elegido para el estudio es el contrato de Underwriting, que ha sido de gran utilidad, desde hace más de un siglo de vigencia en las naciones más desarrolladas, el objetivo de este instrumento es mejorar la liquidez de las empresa haciendo una prefinanciación de la emisión de títulos de valor, sin embargo en nuestro país existe falta de normas y leyes que lo regulen ampliamente. Nos interesa analizar su viabilidad en la realidad nacional, las normas que actualmente lo regulan y compararlo con la legislación de otros países para analizar lo que podemos implementar en la nuestra para promover la aplicación del contrato en Ecuador.

Es de vital importancia esta investigación ya que el contrato de underwriting si fuese debidamente implementado en nuestro medio, constituiría un instrumento jurídico de financiamiento inmediato que impulsaría no solo el desarrollo del Mercado de Valores en nuestro país sino la economía al otorgar el financiamiento deseado a las empresas que requieran capital.

Por medio de este contrato, los emisores de valores trasladan el riesgo de colocación a la entidad que funcione como Underwriter, ya que no deberán esperar a que los títulos de valor sean colocados en el mercado.

Nos encontramos ante un instrumento novedoso y desconocido en el medio, por lo que es de alta importancia realizar una investigación sobre todos los aspectos que rigen el contrato de underwriting.

1.4 Objetivos

1.4.1 Objetivo general

- Demostrar que faltan normas y leyes que otorguen seguridad jurídica al contrato de Underwriting para su aplicación en el país.

1.4.2 Objetivos específicos

- Investigar si existen normas que actualmente regulan al contrato de Underwriting en el Ecuador.
- Investigar si existe legislación para el contrato de Underwriting en otros países.
- Investigar si el mercado de valores en nuestro medio es apto para la aplicabilidad del contrato.
- Investigar el impacto que tendría la aplicación del contrato en el mercado de valores de nuestro país.
- Investigar si se puede implementar a nuestra legislación leyes y normas que otorguen seguridad jurídica al Contrato de Underwriting y ayuden a promover el uso del mismo en el Mercado de Valores.

1.5 Intencionalidad de la investigación

La intención y propósitos de esta investigación son:

- Buscar una solución al problema, es decir una propuesta para la solución del mismo.
- Demostrar que el problema no es una visión subjetiva y que el problema es real.
- Demostrar que el contrato de Underwriting constituye un mecanismo novedoso de financiamiento y que su implementación es de gran utilidad para las empresas que requieran capital.

1.6 Metodología y Diseño de la Investigación

La metodología aplicada se basa en la investigación documental, aplicando la deducción para la explicación de las causas del desarrollo del volumen de las operaciones del mercado de valores como medio de mejorar la posición de liquidez de las instituciones públicas y privadas en los últimos 5 años y el crecimiento de su utilización en el mismo periodo.

A través de entrevista a los funcionarios de los entes reguladores y de la casa de valores se indagará la importancia y frecuencia del instrumento bajo estudio.

A través del análisis y las síntesis se expondrán los resultados de los datos estadísticos considerados tanto del funcionamiento del mercado de valores, y su impacto como fuente de financiamiento alternativo para las empresas.

El diseño de esta investigación es no experimental longitudinal, debido a que las causas y los efectos ya han ocurrido en un tiempo dado, por lo que solo se observan los fenómenos tal como se dan en su propio contexto, y desde allí se analizan.

El análisis del marco jurídico del contrato de underwriting nos permitirá definir cuáles son los sujetos susceptibles de utilizar los instrumentos de financiamiento del mercado de valores y el resto de los actores intervinientes.

También se pretende establecer la descripción de los procesos con el propósito que sirvan de ilustración a las empresas que un futuro deseen el emplear dicho instrumento financiero.

La modalidad a seguir será la de investigación documental para analizar la actividad del mercado de valores en el último quinquenio, como medio de financiación de las organizaciones del ámbito público y privado

El campo de acción de mi investigación es en la ciudad de Guayaquil en donde se encuentra la Bolsa de Valores de Guayaquil, la Intendencia de Mercado de Valores e importantes Casas de Valores, instituciones en donde se realizaron las entrevistas a sus funcionarios para verificar que el problema planteado es real y para conocer diferentes puntos de vista del contrato de underwriting.

Bajo esta modalidad existe un contacto directo con la realidad, por lo que se obtiene información de acuerdo a los objetivos planteados.

1.7 **PRESUPUESTO**

Detalle a continuación los gastos en la realización del proyecto investigado:

PRESUPUESTO PROYECTO DE INVESTIGACION	
1.- Honorarios profesionales	US \$600,00
2.- Viáticos	US \$150,00
3.- Material y suministros	US \$100,00
4.- Equipos	US \$50,00
5.- Costo de elaboración de la propuesta	US \$50,00
Subtotal	US\$950,00
6.- Gastos administrativos	US\$100,00
TOTAL:	US \$1050,00*

CAPITULO II: FUNDAMENTACION TEORICA

El Contrato de Underwriting

2.1 Concepto

La definición del Contrato de underwriting es un tema que se encuentra en constante desarrollo debido a que es un contrato atípico y existen varios criterios sobre su naturaleza jurídica. Mencionaré a varios autores con la finalidad de analizar cada uno de estos conceptos y poder llegar a nuestra propia definición.

MARTORELL define el contrato de underwriting como “un instrumento jurídico que permite canalizar la asistencia financiera requerida, mediante la suscripción de títulos-valores emitidos por la sociedad emisora beneficiaria, por parte de terceros interesados”.¹

Este concepto no establece claramente el objeto del contrato, lo cual es fundamental para su estudio y análisis.

LINARES BRETÓN citado por ARIAS SCHERIBER², sostiene que el contrato de underwriting “es aquel en virtud del cual una entidad emisora de valores mobiliarios conviene con una entidad financiera, bien sea banco de inversión, compañía financiera o banco comercial, su participación en la colocación pública a fin de asegurar la cobertura de esa emisión”

Esta definición no puede ser aplicada de manera global ya que en la legislación de cada país debe encontrarse establecido quienes tienen permitido actuar como underwriters y en esta definición de Linares Bretón hace referencia a los bancos de inversión, compañías financieras o bancos comerciales.

¹ MARTORELL, Ernesto Eduardo.- “Tratado de los Contratos de Empresa”. Tomo I. Ediciones Depalma. Buenos Aires-Argentina. 1993. Págs. 500-501.

² ARIAS SCHERIBER PEZET, Max.- “Contratos Modernos”. Gaceta Jurídica Editores. Primera Edición. Lima – Perú. 1999. Pág. 141.

BRAVO MELGAR³ afirma que “se trata de un contrato casi atípico, en virtud de la cual una empresa financiera y una sociedad emisora de valores mobiliarios contratan a fin de que la primera citada se obliga a financiar, pre financiar y vender los valores emitidos por la segunda traída a colocación”.

Concuerdo con el autor en mencionar que el contrato de underwriting es un contrato atípico ya que no se encuentra nominado en nuestra legislación dentro de los contratos financieros o mercantiles y en consecuencia no es un contrato muy conocido ni utilizado al menos en nuestro país.

ARIAS SCHREIBER PEZET⁴ denomina al underwriting como el Contrato de Emisión y Colocación de los Valores y sobre el mismo sostiene que “es un contrato de naturaleza financiera, en virtud del cual una empresa que asume la condición de emisora de títulos valores encarga a otra, generalmente a un banco o una entidad financiera, su colocación en el mercado, actuando como intermediaria y pudiendo hasta garantizar la operación, de ser el caso”.

Este concepto a mi criterio es el más amplio y describe con mayor exactitud la operación del underwriting, sin embargo limita su naturaleza al decir que es un contrato financiero ya que tiene muchos más aspectos que lo caracterizan y que analizaremos más adelante.

En virtud del análisis realizado a todos estos conceptos podemos llegar a la conclusión de definir al contrato de underwriting como un instrumento jurídico financiero a través del cual una entidad financiera(underwriter) pre financia a una sociedad comercial (emisora) la emisión de títulos valores para luego, a través de una casa de valores colocarlos en el mercado según la modalidad que se desee implementar (en firme, garantizado, del mejor esfuerzo, no en firme , del todo o nada) a un mayor valor obteniendo una ganancia.

³ BRAVO MELGAR, Sidney Alex.- “Contratos Modernos Empresariales”. Editorial. Fecat. Lima-Perú. 1997. Pág. 49.

⁴ ARIAS SCHREIBER PEZET, Max.- Ob. Cit. Pág. 142.

2.2. Etimología

Proviene del verbo inglés *to Underwrite* que podemos traducir literalmente al español como *infrascrito, escribir abajo, suscribir al pie*.

Puede comprenderse además su significado como suscribir, asegurar contra los riesgos de una operación, suscribir una emisión de valores, asegurar contra los riesgos de una operación financiera.

Todos estos conceptos no se distancian del contrato materia de nuestro estudio, debido a que el underwriting es quien suscribe el riesgo de la colocación valores y el emisor es quien traslada ese riesgo.

2.3. Orígenes y Evolución

Varios autores coinciden que el contrato de underwriting tiene origen en el derecho anglosajón, en los contratos de seguro marítimo suscritos en el siglo XVIII en Inglaterra. En ese entonces los armadores marítimos ingleses suscribían contratos con aseguradores a quienes se los llamó underwriters, ya que eran quienes asumían el riesgo de la mercancía que se transportaba.

Como lo mencionamos anteriormente, el contrato de underwriting es una manera en la que el emisor puede “asegurarse “de los riesgos que involucra la emisión y colocación de títulos valores, por lo que es comprensible que se haya nombrado UNDERWRITNG a este contrato, que si bien es cierto no es un contrato de seguro pero tiene esta característica que los asemeja.

Luego en el siglo XIX, con el desarrollo de la industria y con el surgimiento de las empresas que se organizaron bajo la forma jurídica de sociedades anónimas, surge la necesidad de financiamiento y consecuentemente de acudir a mecanismos de crédito por lo que surgió una actividad que consistía en la suscripción por parte de un grupo de intermediarios financieros de los títulos emitidos por la empresa necesitada de recursos,

para luego revenderlos a un mejor precio. A esta nueva operatoria se la llamó también “underwriting“, iniciándose así el desarrollo de una operación especulativa que ha venido evolucionando hasta la actualidad.

Es así que el contrato de underwriting surge como una medida de financiamiento inmediata para sociedades comerciales que por no tener los recursos necesarios o por falta de colaboración de sus socios que no poseen la liquidez suficiente para invertir en sus negocios.

Al Contrato de Underwriting también se lo conoce con los siguientes nombres:

- Contrato de Pre financiamiento
- Contrato de Emisión y Colocación de Títulos Valores
- Suscripción Temporal

2.4. Naturaleza jurídica

Debido a que el Contrato de Underwriting posee varios tipos de modalidades y reúne varias características de diferentes tipos de contrato, existen diversas opiniones de autores sobre la naturaleza jurídica del mismo.

Algunos autores opinan que se trata de un contrato bancario, criterio del que no participamos en su totalidad ya que si bien posee características de este contrato no podemos encasillarlo dentro de los contratos bancarios y financieros ya que tiene muchas otras cualidades que lo hacen un contrato sui géneris.

Según los estudios realizados por Arrubla Páucar⁵, luego de aclarar que “algunos describen el contrato como de naturaleza mixta por tener características y elementos propios de otros contratos“, agrega “con la compraventa tiene semejanzas en cuanto que el

⁵ ARRUBLA PÁUCAR, Jaime Alberto.- “Contratos Mercantiles”. Tomo II. Pág. 218.

underwriter toma la totalidad de la emisión para colocarla por su cuenta y riesgo (esto es la modalidad del underwriting en firme), por otro lado agrega, que se piensa también que tiene elementos del mandato y de la comisión en ciertas modalidades e incluso agregan que tiene similitudes con el contrato de corretaje, cuando el underwriter actúa sin adquirir en firme la emisión“. El citado autor, afirma que se inclina por la atipicidad del contrato, pues a pesar de gozar de similitudes con otros contratos, su función económica tan propia y la finalidad perseguida con la figura para actuar en un mercado tan especializado, indican la convivencia de darle el tratamiento independiente de otras figuras que se le aparecen, pero que no desempeñan el mismo papel en el comercio.

Cabe mencionar que nos encontramos ante un contrato que es novedoso y complejo, debido a que no solamente abarca la emisión y colocación de títulos valores, adicionalmente incluye diferentes servicios de asesoramiento que se otorgan generalmente en la parte inicial de la operación del underwriting. También debemos poner énfasis en que se trata de una herramienta muy importante en el sector financiero, puede tener una gran importancia dentro del área fundamentalmente empresarial, por su ya mencionada función de financiamiento oportuno.

Se afirma que es un contrato mercantil, sin embargo debemos señalar que si bien no se encuentra tipificado en el Código de Comercio ni en ninguna de nuestras leyes y tiene características propias, nadie cuestiona su carácter mercantil.

Sus orígenes demuestran su afinidad con el contrato de seguro ya que el riesgo de la emisión y colocación de valores es trasladado al underwriter.

Por otro lado, no es un contrato de comisión, a pesar de que el underwriter actúa como comisionista y el emisor como comitente.

Igualmente se ha sostenido que es un contrato de garantía, criterio que tampoco comparto, pues la suscripción y colocación de títulos valores es un contrato principal, con vida propia y que no depende de otros contratos, como sucede con las garantías, que son accesorias.

Barrios Orbegoso⁶ afirma que desde el punto de vista jurídico el convenio de Underwriting tiene dos aspectos: “Uno el de comisión mercantil, por el cual el underwriting actúa como agente de la empresa emisora obtiene la suscripción o coloca los valores emitidos por ésta“. Bajo este aspecto, agrega el citado autor, “el underwriter actúa como mandatario de la sociedad emisora y sus relaciones estarían reguladas por las normas del Código de Comercio respecto a la comisión mercantil”. Pero el mismo jurista no coincide con la concepción que encuentra en este contrato una naturaleza garantizadora, pues “la relación de promitente comprador que se genera para el underwriter al garantizar la sociedad emisora la suscripción o colocación asumiendo el compromiso de suscribir o adquirir en propio nombre los valores en caso de no poderlos colocar en el mercado estaría otorgando una promesa de compra de los valores que estaría regulada por el Código Civil cuyo plazo máximo a pactarse sería de un año“. Rolando Castellares⁷ es de la misma opinión y agrega que este contrato “tiene la misma naturaleza que cualquier contrato de prestación de servicios, regulados por el código civil o que el contrato de comisión mercantil regulado por el Código de Comercio“. Coincidir con esta opinión es reducir la importancia y complejidad del contrato bajo estudio, pues insistimos que el contrato que nos ocupa es sui generis, complejo y no tiene naturaleza de ningún contrato tradicional; es, pues, un contrato autónomo.

Finalmente, manifestamos nuestra adhesión con el criterio de ARRUBLA PÁUCAR⁸ cuando afirma que el underwriting “es un contrato atípico ya que no tiene una individualidad acusada en nuestra legislación.

⁶ BARRIOS ORBEGOSO, Raúl.- Seminario: El Mercado de Valores y el financiamiento del desarrollo”. Pág. 127., citado por ARIAS SCHERIBER PEZET, Max.- Ob. Cit. Pág. 151.

⁷ CASTELLARES, Rolando.- “Underwriting”. Revista del Banco de Crédito del Perú, citado por ARIAS SCHERIBER PEZET, Max.- Ib. Idem. Pág. 151.

⁸ ARRUBLA PÁUCAR, Jaime Alberto.- Ob. Cit. Pág. 218

2.5 Caracteres del contrato

El contrato de underwriting posee las siguientes características:

- Consensual: El contrato surge pleno efecto con el consentimiento de ambas partes.
- Bilateral: Intervienen el underwriter y el emisor quienes adquieren derechos y obligaciones recíprocamente. El emisor se obliga a emitir títulos de forma legal, entregarlos al underwriter y otorgarle la comisión pactada; y el underwriter a pre financiar y colocar los títulos emitidos.
- Principal: No depende de otro contrato para su validez.
- Oneroso: Existe una ganancia para las dos partes al momento de celebrar el contrato. El emisor obtendrá el financiamiento deseado y el underwriter una ganancia entre el valor adquirido y el precio al que pudo colocar el título valor en el mercado.
- Atípico: No se encuentra regulado por nuestra legislación, carece de legislación propia.
- Financiero: El contrato es un instrumento jurídico que otorga financiamiento inmediato a las empresas que necesiten capital.
- De servicios: Es un contrato que implica varios servicios de asesoramiento por parte del underwriter, quien debe realizar un estudio sobre el emisor para poder medir el riesgo, además desde su etapa inicial previo al lanzamiento de la emisión de títulos deberá realizar estudios sobre la factibilidad de colocación y acerca de la expansión y el desarrollo de la empresa.

2.6 Objeto

El objeto de este contrato es la prefinanciación por parte de la entidad financiera de la emisión de títulos que hace la empresa comercial, sin tener que esperar la conclusión de la colocación primaria.

2.7 Partes Contractuales

En la doctrina se encuentra detallado que en el Contrato de Underwriting propiamente dicho hay dos partes contratantes: La Emisora y El Underwriter; y adicionalmente refiere a otras partes que no figuran dentro del convenio pero sí intervienen en esta compleja operación.

LA EMISORA

Es aquella empresa que se encuentra en busca de fondos y que recurre ante este mecanismo de emisión de títulos valores para luego a través de un intermediario llamado Underwriter obtener pre financiación de los mismos y tener el asesoramiento que garantice su colocación en el mercado.

Esta operación viene a ser una alternativa diferente para LA EMISORA que no pueda o no quiera recurrir a mecanismo tradicionales de créditos en instituciones del sistema financiero.

De acuerdo a la doctrina la Emisora afronta tres tipos de riesgo:

- Riesgo de espera (Waiting Risk):

Esto ocurre desde el momento que El emisor decide que necesita capital por lo que decide obtenerlo emitiendo títulos valores hasta el momento en que dichos valores son lanzados al mercado, pudiendo este haberse deteriorado en ese intervalo de tiempo.

- Riesgo en la determinación del precio de la salida de la emisión u oferta (Pricing Risk):

Existe este riesgo en cuanto debe fijarse el precio adecuado a la emisión para que tenga aceptación dentro del mercado.

- Riesgo de comercialización o distribución de la emisión (Marketing Risk) :

Si el emisor no conoce el mercado y no comercializa el valor emitido de una forma atractiva para el público, enfrenta el riesgo de no colocar su emisión aunque esta sea una buena inversión para posibles compradores.

Frente a estos riesgos, mediante la operación de Underwriting, El Emisor puede trasladar el riesgo en la determinación del precio y el riesgo de comercialización, ya que justamente El Underwriter adquiere estas obligaciones y cuenta con la experiencia necesaria para hacerlo.

Finalmente, cabe mencionar que en nuestro país de acuerdo a lo señalado en el artículo 12 y 18 de la Ley de Mercado de Valores, los emisores deben estar inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

EL UNDERWRITER

El Underwriter, a quien también podemos nombrar como “la colocadora” tiene la función principal de recibir los valores de La emisora y colocarlos en el mercado y muchas veces, según el tipo de modalidad de underwriting, asume por su cuenta y riesgo dicha colocación ya que garantizará a La Emisora los recursos convenidos de colocar o no la emisión en el mercado.

Es decir, el Underwriter pre financia la emisión de las obligaciones y luego consigue la colocación y suscripción de las misma.

Los títulos valores que no pueda colocar, debe adquirirlos el Underwriter a un precio acordado con La Emisora para luego revenderlos en el mercado, obteniendo una ganancia entre el valor de compra y el de venta. (Esto se da en el Underwriting en firme).

En cada país varía quienes pueden operar como Underwriters:

- Estados Unidos: los bancos de emisión o los agentes de valores,

- Brasil: bancos de inversión , corredores de bolsa,
- Argentina: bancos comerciales
- Países europeos: los bancos comerciales (*Leon, cit, pag 85*)
- Colombia: corporaciones financieras, sociedades comisionistas de bolsa, (*Aruba , cit, pag 200-201*)
- Perú: bancos comerciales, entidades financieras, empresas de inversión.

En nuestro país, en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores su artículo 22 señala que el Contrato de Underwriting “*es aquel en virtud del cual la casa de valores y una persona emisora o tenedora de valores, convienen en que la primera asuma la obligación de adquirir una emisión o un paquete de valores, o garantice su colocación o venta en el mercado, o la realización de los mejores esfuerzos para ello.*”

CO- UNDERWRITERS

Varios underwriters pueden agruparse y formar un sindicato o consorcio colocador. Esta figura se da cuando existe una grande inversión y el riesgo debe ser dividido entre varios, además se utiliza para disponer de los recursos suficientes para poder otorgar el pre financiamiento al emisor.

En esta figura debe existir un líder quien se encargará de escoger a los demás miembros del sindicato.

Entre alguna de las funciones del líder del sindicato se encuentran:

- Analizar la capacidad económica de La Emisora.
- Evaluar la viabilidad del proyecto para garantizar que los valores puedan ser colocados en el mercado.
- Proponer el precio de los valores a emitirse
- Establecer y negociar previamente con La Emisora todo lo concerniente a comisiones, plazo, modalidad y demás condiciones del contrato.

OTRAS PARTES INTERVINIENTES DENTRO DE LA OPERACIÓN

Como lo mencionamos con anterioridad, existen otras partes que intervienen dentro de esta operación financiera aunque no formen parte del contrato:

- Asesor legal : Cada una de las partes generalmente cuenta con un abogado que defienda sus intereses y esté encargado que el contrato se otorgue con las cláusulas indispensables para su ejecución,
- Inversionistas: Pueden ser personas naturales o jurídicas que adquieran los valores emitidos.
- Agente regulador: Es el órgano rector de esta operación que se desenvuelve en el Mercado de Valores.

En nuestro país el agente regulador es el Consejo Nacional de Valores, de acuerdo a lo señalado en el artículo 5 de la Ley de Mercado de Valores:

“De la naturaleza y composición.- Para establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento, créase adscrito a la Superintendencia de Compañías, como órgano rector del mercado de valores, el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.), el mismo que estará integrado por siete miembros: Cuatro del sector público; el Superintendente de Compañías, quien lo presidirá; un delegado del Presidente de la República; el Superintendente de Bancos y Seguros y el Presidente del Directorio del Banco Central del Ecuador; y, tres del sector privado, designados por el Presidente de la República de las ternas enviadas por el Superintendente de Compañías.”

2.8 Derechos y Obligaciones de las partes: Emisora y Underwriter

Derechos de La Emisora

- Exigir al Underwriter una acción eficaz en sus operaciones y el asesoramiento requerido.

- Solicitar que el Underwriter proporcione información con relación a su experiencia, solvencia, etc.
- Hacer respetar el precio de los títulos valores establecidos en la oferta.
- Recibir el financiamiento de la emisión.

Obligaciones de La Emisora

- Emitir los títulos
- Proporcionar al Underwriter toda la información necesaria sobre la emisión (precio, plazo, situación jurídica y financiera de la empresa emisora)
- Entregar los títulos valores al Underwriter una vez que hayan sido colocados en el mercado.
- No realizar su oferta a otra colocadora.
- No vender títulos valores objeto del contrato.
- Informar al Underwriter cualquier cambio dentro de su situación económica financiera que pueda afectar la colocación de los valores en el mercado.
- Pagar al Underwriter la comisión convenida
- Pagar todos los gastos que se efectúen dentro de la operación, salvo que se haya pactado lo contrario.

Derechos del Underwriter

- Hacer respetar el precio y las condiciones estipuladas en el contrato.
- Exigirle a La emisora la entrega de los títulos valores una vez que estos fueron colocados en el mercado.
- Exigir a La Emisora el pago de la comisión pactada
- Exigir que La Emisora restituya los gastos efectuados en la operación.

Obligaciones del Underwriter

- Realizar todas las gestiones necesarias para que los títulos valores puedan ser colocados en el mercado dentro del término pactado.
- Adquirir la totalidad de la emisión (modalidad en firme)
- Respetar el precio y las demás condiciones establecidas en el contrato.
- Adquirir el saldo no colocado (modalidad en garantía)
- Procurar realizar sus mejores esfuerzos para la colocación de los valores pero sin comprometerse a adquirir en firme la emisión.(modalidad mejores esfuerzos)
- Pagar a La Emisora el precio acordado por la emisión que adquiere.
- Atender todas las exigencias que demande los entes reguladores.
- Asesorar a La emisora en todo en cuanto a la operación se refiere.

2.9 Títulos Objeto del contrato

El underwriting se desenvuelve dentro del Mercado de Valores por lo que puede utilizarse para la colocación de *acciones* que son títulos valores de participación en el capital social de las sociedades emisoras, o para la colocación de *bonos* que son títulos que representan derechos de crédito. En el caso de acciones puede recuperarse el underwriting tanto para la colocación de la primera emisión de acciones dentro del procedimiento de constitución de la sociedad anónima por suscripción pública o para la colocación de emisiones que realicen las sociedades con la finalidad de aumentar su capital propiciando en ambos casos la apertura del capital y el accionariado difundido. En el caso de los bonos, pueden ser títulos emitidos por la sociedad anónima del derecho privado, por el Estado, o por sus organismos y empresas estatales de derecho público o de derecho privado expresamente facultados para ello.

Cabe citar el artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores que señala el concepto de valor:

Art. 2.- Concepto de valor.- *Para efectos de esta Ley, se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.*

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

Por otro lado, en los artículos 12 y 18 de la mencionada ley también señalan que para poder efectuar una oferta pública de valores dentro de sus requisitos se encuentra que deben encontrarse inscritos tanto el emisor como los valores a ser emitidos por éste en el Registro de Mercado de Valores.

2.10 Modalidades del contrato

Doctrinariamente se ha establecido 5 modalidades de underwriting: en fime, no en firme, de garantía, del mejor esfuerzo y del todo o nada.

2.10.1 UNDERWRITING EN FIRME

En esta modalidad el Underwriter financia directamente al emisor ya que le paga de forma inmediata la totalidad de los valores emitidos para luego por su cuenta y riesgo colocarlos en el mercado.

La ganancia del underwriter en esta modalidad se da entre la diferencia existente entre el precio que adquirió el valor con el precio que logra colocarlo en el mercado.

Puede haber otros modos de obtención de utilidad para el Underwriter como los pagos de comisiones. En este caso el underwriter adquiriría al mismo precio los títulos y debe pactar un porcentaje de comisión sobre el precio de venta.

La modalidad de Underwriting en firme viene a ser la forma más beneficiosa para una empresa emisora ya que logra obtener el financiamiento deseado sin tener que esperar a que los valores sean colocados.

2.10.2 UNDERWRITING NO FIRME

El underwriter se obliga a colocar los títulos en el mercado pero por cuenta y riesgo del emisor.

Según Edmundo Miranda Gutierrez y Milagros Zárate Rodríguez⁹ en esta modalidad el underwriter no adquiere los valores emitidos sino que adelanta el precio al emisor, siendo éste quien corre con el riesgo de colocación. Ese adelanto o prefinanciación, en última instancia, constituye un préstamo.

2.10.3 UNDERWRITING DE GARANTIA

El Underwriter se compromete a colocar los títulos valores en un plazo determinado garantizando la adquisición del saldo no colocado.

En esta segunda modalidad el intermediario o underwriter, al igual que en el underwriting en firme, se obliga a prefinanciar parcial o totalmente a una entidad emisora de valores suscribiendo los títulos emitidos por ella, pero, a diferencia del underwriting en firme, en esta modalidad el underwriter queda obligado a suscribir el saldo de valores que no hubiesen sido colocados, una vez que se haya cumplido con el plazo de colocación pactado.

⁹ Vid. MIRANDA GUTIERREZ, Edmundo y ZÁRATE RODRIGUEZ, Milagros De Jesús, *op. Cit.*, P. 101.

Comentario: Existe otro criterio en la doctrina de que el financiamiento no se da hasta que finalice el plazo de colocación, con lo cual no estoy de acuerdo ya que justamente el beneficio del underwriting debe ser obtener ese pre financiamiento y no esperar hasta que la emisión sea colocada en el mercado.

2.10.4 UNDERWRITING DEL MEJOR ESFUERZO

El underwriter se compromete únicamente a realizar su mejor esfuerzo por colocar los valores emitidos en un plazo convenido, sin tener la obligación de adquirir los valores que no pudieron ser vendidos

En esta modalidad el Underwriter no asume ningún riesgo y tampoco hay un financiamiento inmediato.

Algunos doctrinarios indican que si el underwriter prefinancia la colocación por el monto no colocado se tomará como un mutuo.

Comentario: a mi criterio en este tipo de modalidad como bien lo indica el nombre, el underwriter solo debería realizar los mejores esfuerzos para la colocación de la emisión y no pre financiar la emisión. Si estuviese regulado el contrato existiría una posición de cómo se procede en esta modalidad: si hay en sí o no un adelanto de fondos.

2.10.5 DEL TODO O NADA

En esta modalidad el Underwriter busca primero los posibles compradores que desean adquirir la totalidad de la emisión para luego lanzar la oferta al mercado. Si no logra conseguir posibles inversionistas para su colocación la compañía no realiza la emisión.

Comentario: Las modalidades no en firme, del mejor esfuerzo y de la colocación del todo o nada realmente pienso que generan mucha controversia en la doctrina ya que algunos autores manifiestan que el financiamiento no se da sino hasta el final, otros dicen que si hay

adelanto de fondos pero que constituyen un préstamo el cual debe ser devuelto al underwriter por la parte no colocada, por lo que realmente nos encontramos en la NECESIDAD de que esto se encuentra regulado en nuestra legislación.

Considero que si estas modalidades no constituyen en realidad un mecanismo de pre financiamiento para el emisor, el contrato de Underwriting en sí perdería su esencia convirtiéndose únicamente en un contrato de Emisión y Colocación de títulos valores en el cual contamos con un intermediario con la experiencia y conocimiento del mercado de valores.

2.11 Extinción del Contrato

El contrato de Underwriting se extingue de dos formas: de forma natural y anormal.

La forma natural proviene de las cláusulas que se encuentren señaladas en el contrato como vencimiento del plazo, acuerdo entre las partes, o cualquier otra condición resolutoria.

La forma anormal ocurre cuando existe dolo, negligencia, caso fortuito o fuerza mayor.

2.12 Proceso del Underwriting

Dependiendo de la modalidad de Underwriting varían las diferentes etapas en este proceso, las cuales detallo a continuación para mejor comprensión del contrato bajo estudio:

Underwriting En firme

1. Estudio de la emisora:

El underwriter deberá estudiar la situación económica, jurídica y financiera de la compañía emisora para poder otorgarle el asesoramiento adecuado y analizar la viabilidad del proyecto.

2. Diseño y elaboración de los títulos valores:

Se lo realiza tomando en cuenta las necesidades de la emisora y la condición actual del mercado.

En esta etapa deberá definirse las condiciones de la emisión, precio, plazo, forma de pago, interés, etc.

3. Inscripción ante el ente regulador:

En nuestro país el Registro de Mercado de Valores

4. Entrega del valor financiado a la emisora y entrega de títulos al underwriter

5. Colocación de los títulos en el mercado y entrega de valores a los inversionistas.

Underwriting No en firme

1. Estudio de la emisora
2. Diseño y elaboración de títulos valores
3. Inscripción ante el ente regulador
4. Entrega de títulos al underwriter
5. Colocación de los títulos por cuenta y riesgo del emisor
6. El emisor deberá restituir el valor pagado de los valores no colocados.

Underwriting Garantizado

1. Estudio de la emisora
2. Diseño y elaboración de títulos valores
3. Inscripción ante el ente regulador
4. Entrega de títulos al underwriter y adelanto de fondos por el precio de la emisión quedando obligado a pagar el saldo de la parte no colocada.

5. Colocación de los títulos en el mercado por cuenta del emisor y entrega de valores a los inversionistas.
6. El underwriter adquiere los títulos que no fueron colocados en el mercado pagando al emisor un precio determinado. (paga el saldo)

Underwriting Del mejor esfuerzo

1. Estudio de la emisora
2. .Diseño y elaboración de títulos valores
3. Inscripción ante el ente regulador
4. Entrega de títulos al underwriter
5. El underwriter realizará los mejores esfuerzos por colocar toda la emisión en el mercado sin la obligación de asumir la parte no colocada y devolviéndolos al emisor.
6. Emisor debe restituir al underwriter el precio pagado por los valores no colocados en el tiempo pactado (mutuo)

2.13 Ventajas y Desventajas

Las principales ventajas de este contrato son:

- El emisor requiere financiamiento inmediato para sus proyectos
- Se fomenta el desarrollo empresarial
- El emisor recibe asesoramiento oportuno para la emisión de sus valores.
- El emisor reduce los riesgos de la colocación
- Estimula el desarrollo del Mercado de Valores
- Es una nueva forma de generar una cultura financiera y bursátil de largo plazo en los inversionistas nacionales.
- Se estimula la distribución de nuevos títulos valores
- Se conforma una base importante para la formación del mercado secundario

Las desventajas que tenemos en la aplicación del contrato son:

- El contrato no cuenta con una legislación propia
- Es un contrato que no es muy conocido
- Escaso desarrollo del Mercado de Valores
- Falta de entidades financieras dispuestas a asumir riesgos de colocación de títulos de valor.

2.14 El Mercado de Capitales

En una economía en crecimiento, los recursos financieros son los que permiten el desarrollo de nuevos proyectos y por lo tanto la expansión de las empresas, ante estas nuevas necesidades de financiación que tiene una empresa, el mercado de capitales se presenta como una vía posible de obtención de fondos requeridos. En efecto, dentro del universo del denominado “mercado financiero” se ubican y distinguen los llamados “mercado de dinero” y “mercado de capitales”.

El Mercado de Dinero es aquel que se caracteriza porque a él llegan las disponibilidades transitorias en poder de la sociedad, las que se canalizan por instituciones específicas, que actúan en dicho mercado, fundamentalmente los bancos comerciales, Y el destino habitual de los recursos captados en este mercado es el financiamiento de capital de giro de las empresas, y las necesidades de consumo de la comunidad, todo lo cual se canaliza por medio de las operaciones de corto plazo.

A diferencia del anterior, el Mercado de Capitales, se alimenta de los ahorros del público, compuesto por ahorros al conjunto de excedentes que surgen de las diferencias entre los ingresos de la sociedad y sus necesidades de consumo. Podemos considerar de una manera más amplia del concepto de ahorro todo ingreso que se destine a un mercado de capitales, tiene una marcada diferencia con respecto a los que surgen en el mercado de dinero, consistente en que a diferencia de diferencias de estos últimos, siempre los canaliza hacia

inversiones a mediano y largo plazo, y por ello es que estén destinados a el financiamiento del estado y de las empresas, empleando en el primero los fondos para obras de infraestructura, y las segundas para la adquisición y renovación de activos fijos.

Desde la perspectiva de la eventual interrelación entre los mercados de dinero y de capitales, no obstante se les puede considerar complementarios e independientes.

2.15 El Mercado de Valores

El Mercado de Capitales presente un sector muy importante y que en los últimos tiempos ha venido desarrollándose aceleradamente en nuestro medio: el Mercado de Valores.

En Mercado de Valores además que esté organizado como el espacio donde se negocian títulos valores; sino que su función es más amplia y comprende actividades vinculadas a los valores que van desde su emisión y sus sucesivas transferencias, hasta su extinción. En este mercado, la intermediación entre la oferta y la demanda de recursos opera mediante el tráfico de los títulos.

La estructura del Mercado de Valores, está conformado por las bolsas de valores , los fondos de inversión y los inversores institucionales especializados en títulos públicos y privados.

Por el tipo de colocación, el Mercado de Valores, se divide en dos sub mercados de características y funciones diferentes: el Mercado Primario y el Mercado Secundario.

La primera colocación de los valores, y mediante el cual se permite recoger recursos frescos para la constitución del capital de las empresas o para la ampliación del mismo se hace en el Mercado Primario donde se negocian los valores recién emitidos. A este mercado se le denomina también “Mercado de Financiamiento“, porque constituye una fuente de captación de recursos de financieros, es al que se dirige la oferta pública primera de acciones y obligaciones.

En el Mercado Secundario se da liquidez a valores ya emitidos; mientras el Mercado Primario tiene por objeto principal captar recursos, en el Mercado Secundario se transmiten títulos ya existentes, o sea, realizan las operaciones sobre títulos ya en circulación.

De la eficiencia en la operatividad del Mercado Primario depende directamente de la eficiente circulación de los títulos en el Mercado Secundario, puesto que los títulos colocados por primera vez en el mercado son negociados posteriormente, en el mercado secundario, luego de la primera adquisición.

Es importante señalar que el contrato de underwriting se desarrolla en el Mercado Primario; en este nivel genera diversas ventajas para las tradiciones, entre las cuales pueden mencionarse la de proveer de recursos económicos a las empresas y a la de permitir una mayor capitalización, sin que sea necesario el aporte de los accionistas; este tipo de contrato moderno es un mecanismo que permite obtener financiamiento, incluso con anterioridad a la colocación en el Mercado Primario de los valores emitidos por la sociedades.

CAPITULO 3: EVALUACION DIAGNOSTICA

3.1 HIPOTESIS

A través de la presente investigación estamos analizando la importancia que tiene el contrato de underwriting, además de ser una herramienta que es desconocida y ha sido poco utilizado en nuestro país.

A esto atribuimos que existen faltas de normas jurídicas que regulen el contrato de underwriting, por lo que nos vemos ante la necesidad de que se encuentre ampliamente regulado en un solo cuerpo jurídico.

Adicionalmente, nos encontramos ante una variable en el problema planteado, y es que el mercado ecuatoriano sufre de una serie de inconvenientes que lo limitan y no permite que evolucione al mismo ritmo que en otros países.

Nos vemos ante una Ley de Mercado de Valores que fue promulgada en el año 1998 y codificada en el 2006.

Dicha Ley se creó en función de intereses bancarios y situación económica y política de ese entonces, con problemas de conflictos de intereses e inobservancia de la mayoría de estándares internacionales, por lo que es entendible que actualmente la Ley tenga varios vacíos y falencias que no nos permitan actuar a plenitud en el Mercado de Valores y que en la práctica no se utilicen algunas figuras contempladas en la misma, como el Contrato de Underwriting.

Actualmente nuestra legislación, desvirtúa la esencia jurídica del contrato, el cual es anticipar liquidez a las empresas emisoras, tal como se lo aplica en otros países.

El contrato de underwriting no debe tratarse simplemente de un contrato de emisión y colocación de valores. Para llegar a sus orígenes, a la finalidad para la cual esta herramienta jurídica fue creada, debe normarse dentro la Ley de Mercado de Valores, que las

instituciones financieras puedan realizar operaciones de underwriting en virtud de la potestad que ya le concede el artículo 51 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.

En consecuencia, es indispensable que la Ley de Mercado de Valores sea reformada y en el presente proyecto propondremos insertar un capítulo que regule específicamente al contrato de Underwriting

3.2 El contrato de underwriting en la legislación ecuatoriana

En nuestro país existe escasa legislación sobre el contrato de underwriting y no se encuentra regulado en una ley específica.

El primer antecedente legal del contrato de underwriting se dio en La Ley de Mercado de Valores publicado en el Registro Oficial No. 199 el 28 de mayo de 1993, en la cual se facultaba a las Casas de Valores, a la Corporación Financiera Nacional, a los bancos y sociedades financieras a realizar operaciones de underwriting o garantía de colocación primaria de valores.

Luego en 1995, el Consejo Nacional de Valores expide el primer Reglamento sobre el Contrato de Underwriting el cual en su artículo 2 permitía a las mismas instituciones a realizar operaciones de underwriting:

Artículo 2: Del Underwriter y de los Emisores

El Underwriter, es la entidad autorizada para realizar operaciones de Underwriting, que asume la obligación de adquirir o colocar un paquete o emisión de valores en el público.

Son entidades autorizadas: las casas de valores, los bancos, las sociedades financieras y la Corporación Financiera Nacional.

Son emisores las personas jurídicas autorizadas por la Ley para efectuar emisión de valores; y tenedoras, aquellas que posean un paquete de valores que deseen colocar al público.

Luego es derogada varias disposiciones de este reglamento en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores expedida con Resolución No. CNV-008-2006.

En la vigente Codificación de La Ley de Mercado de Valores expedida el 22 de febrero del 2006, en su artículo 28 señala dentro de las facultades de las Casa de Valores el “*realizar operaciones de underwriting con personas jurídicas del sector público, del sector privado y con fondos colectivos*”.

Adicionalmente, en el artículo 164 literal m) de la mencionada ley señala que el contrato de emisión de obligaciones deberá contener, entre otros requisitos, el contrato de underwriting si lo hubiere.

En consecuencia, la Codificación de la Ley de Mercado de Valores únicamente señala que las Casas de Valores pueden realizar operaciones de Underwriting y que dentro del contrato de emisión de obligaciones debe incluirse el de Underwriting.

Es muy escasa la información que nos proporciona la Codificación de la Ley de Mercado de Valores sobre el Underwriting, en donde considero debería encontrarse la base legal que le otorgue a este contrato una amplia regulación para poder aplicarlo en nuestro medio.

Procederemos a continuación a estudiar cada artículo de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores que trate sobre el contrato de underwriting.

Art. 22.- Contrato de underwriting.- *Es aquel en virtud del cual la casa de valores y una persona emisora o tenedora de valores, convienen en que la primera asuma la obligación de adquirir una emisión o un paquete de valores, o garantice su colocación o venta en el mercado, o la realización de los mejores esfuerzos para ello.*

Para los fines de este artículo, se entenderá por “paquete” a cualquier monto definido por las partes.

Comentario: Este artículo no solamente nos da un concepto del contrato sino que determina que las Casas de Valores son quienes están autorizadas a realizar este tipo de operación, es decir a actuar como underwriters, por lo que consecuentemente queda sin efecto la Resolución dictada en el 95 en donde también estaban facultados la CFN, los bancos y sociedades financieras.

Además, dentro de esta definición legal se encuentra inmerso las modalidades reconocidas en nuestro país, y las cuales se encuentran especificadas más adelante.

Art. 23.- Valores objeto de underwriting.- *Podrán ser objeto del contrato de underwriting, solamente los valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.*

Comentario: Al tratarse el underwriting de un contrato de pre financiamiento en la emisión y colocación de valores, es indispensable cumplir con el registro del título de valor que será objeto del contrato para que tenga plena validez.

Art. 24.- Consorcios para underwriting.- Las casas de valores, para realizar operaciones de *underwriting*, podrán organizarse en consorcios, a fin de compartir entre sí, una o más de las obligaciones o responsabilidades derivadas de los respectivos convenios. Estos consorcios pueden estar integrados por tres tipos de participantes: líder, colíder y distribuidores.

El líder y colíderes son los que asumen la responsabilidad ante el emisor.

Los distribuidores son responsables únicamente ante el líder o colíderes.

Comentario: Este artículo otorga a las Casas de Valores la posibilidad de que puedan agruparse y de esta manera disminuir el riesgo al asumir una colocación de valores, lo cual considero debería incentivar a las casas de valores a ofrecer este servicio a sus clientes.

Esta facultad es contemplada desde la Resolución de 1995.

Art. 25.- Modalidades de *underwriting*.- Los contratos de *underwriting* pueden ser de tres modalidades:

1. En firme: La casa de valores o el consorcio adquiere inicialmente toda la emisión o el paquete de valores, encargándose posteriormente, por su cuenta y riesgo, de la venta al público inversionista.
2. Con garantía total o parcial de adquisición: La casa de valores o el consorcio asume el compromiso de adquirir, en un determinado tiempo, la totalidad o solamente una parte de la emisión.
3. Del mejor esfuerzo: La casa de valores o el consorcio actúa como simple intermediaria de la compañía emisora o del tenedor, comprometiéndose a realizar el mejor esfuerzo para colocar la mayor parte posible de la emisión, dentro de un plazo predeterminado.

Análisis: Doctrinariamente se habla de 5 modalidades de *underwriting*, más en nuestra legislación esto queda reducido a tres modalidades: en firme, con garantía total o parcial de adquisición y del mejor esfuerzo.

Considero que debería encontrarse detallado ampliamente como funciona cada modalidad. Recordemos la esencia del contrato y su conceptualización al enmarcarlo como un contrato dentro del cual una entidad, en este caso una Casa de Valores, pre financia la emisión de valores a una compañía emisora que requiere de fondos, motivo por el cual debería

encontrarse especificado en cada modalidad si existe un adelanto de fondos o si el financiamiento se otorga al finalizar el plazo.

Art. 26.- Contenido del contrato de *underwriting*.- El contrato de *underwriting* contendrá, por lo menos:

1. La identificación de las partes y sus respectivas obligaciones.
2. Una descripción completa de los valores objeto del contrato.
3. La modalidad del contrato, esto es, si es en firme, con garantía total o parcial, o del mejor esfuerzo.
4. Precio de los valores, comisiones del *underwriter*, formas y plazo de pago al emisor o tenedor, sector del mercado al que va dirigida la colocación y otras condiciones relativas a la colocación.
5. Cláusulas en las que se establezcan las penalidades o sanciones por el incumplimiento del contrato.
6. Cláusulas que determinen la liberación de las responsabilidades de las partes.
7. Cláusulas de jurisdicción y competencia para dirimir las controversias.

Art. 27.- Capacidad de operación.- Las casas de valores podrán mantener contratos de *underwriting* para adquisición en firme y garantía total o parcial, hasta tres veces su patrimonio.

Para la modalidad de contratos de *underwriting* del mejor esfuerzo, las casas de valores no tendrán ninguna limitación.

En el Subtítulo II “Intermediarios de Valores”, “Capítulo I “Casas de Valores, “Sección II “Mantenimiento de la Inscripción en el Registro del Mercado de Valores y remisión de información continua” señala en el artículo 4 que para mantener la inscripción en el Registro de Mercado de Valores, las casas de valores deberán divulgar la siguiente información que debe ser remitida mensualmente dentro de los quince días posteriores al cierre del respectivo mes:

1.3 Detalle de todos los valores que mantienen en posición mediante la figura de contratos de underwriting, en cualquiera de sus modalidades.

En la sección IV “Disposiciones Generales” del mismo capítulo señala en su artículo 18 de los Márgenes y Condiciones de las Casas de Valores:

“El rubro de inversiones deberá considerar el total registrado en la cuenta de “inversiones”, de acuerdo con el plan de cuentas vigente para las casas de valores, se incluirán los valores que la casa de valores asume en compromiso de adquirir en un determinado tiempo, por efecto de un contrato de underwriting con garantía total o parcial de adquisición.”

Por otro lado en el Capítulo II “Acciones”, Sección II “Autorización de la oferta pública e inscripción en el Registro de Mercado de Valores” en el artículo 3 que trata sobre el Prospecto para la constitución de compañías menciona que dentro de las características de la emisión debe constar:

3.5 Resumen del contrato de underwriting, de existir, que contenga al menos:

3.5.1 Nombre y domicilio del underwriter principal y de los colíderes, si los hubiere.

3.5.2 Fecha de otorgamiento del contrato de underwriting.

3.5.3 Descripción completa de los valores objeto del contrato.

3.5.4 Modalidad del contrato: en firme, con garantía total o parcial, o al mejor esfuerzo.

3.5.5 Precio de los valores.

3.5.6 Comisiones del *underwriter*, plazo y forma de pago del emisor.

3.5.7 Cláusulas penales o sanciones por el incumplimiento del contrato.

3.5.8 Referencia de vinculación entre el *underwriter* y el emisor, en caso de haberla.

En el artículo 4 del mismo capítulo y sección señala los requisitos que debe contener el prospecto para aumentos de capital, y dentro de las características de la emisión también se encuentra en el punto 3.6 *el resumen del contrato de underwriting, en caso de existir, con indicación de los requisitos establecido en el artículo anterior.*

En el Capítulo III “ De las obligaciones a largo plazo” de la mencionada Codificación de Resoluciones del CNV, señala en su artículo 12 que dentro del prospecto de oferta pública primaria de obligaciones también debe constar *un resumen del contrato de underwriting, de existir.*

Por último en el Capítulo IV, Sección I, de la Codificación de Resoluciones del CNV señala en el artículo 6 que dentro del contenido de oferta pública de papel comercial también debe encontrarse en las características del programa *“la descripción del sistema de colocación y modalidad de contrato de underwriting, con indicación del underwriter, de ser el caso.”*

Cabe señalar que en la Codificación de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero en su artículo 51 señala las operaciones que pueden efectuar los bancos y dentro de ellas en el literal v) indica *Garantizar colocación de acciones u obligaciones*, por lo que podríamos asumir que los bancos también se encuentran facultados para realizar operaciones de *underwriter*.

Análisis: Es imperativo que la Ley de Mercado de Valores sea reformada y dentro de ella se incluya un capítulo sobre el Contrato de Underwriting para cubrir varios vacíos legales y controversias que puedan generarse en su aplicación.

El tema que a mi criterio genera más confusión, es quiénes son las instituciones que pueden actuar como underwriters, ya que dentro de la Codificación de Resoluciones del CNV señala como underwriters a las casas de valores pero dentro de las facultades que la Ley General de Instituciones Financieras otorga a los bancos también señala el garantizar la emisión y colocación de valores, lo cual se constituye en una operación de underwriting.

Al encontrarse dentro de una ley la regulación para este contrato, esto va a otorgarle seguridad jurídica para incentivar su aplicación en nuestro medio, ya que si bien es cierto actualmente lo rige los artículos que menciona la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, el día de mañana de acuerdo a los cambios políticos, judiciales e institucionales que puede tener el país en cualquier momento una resolución puede ser derogada desapareciendo el marco jurídico que sirve de referencia para los actores intervinientes de esta operación financiera.

Como tenemos conocimiento, jerárquicamente una ley es superior a una resolución y además su reforma requiere de un proyecto de ley que constituye un proceso más largo y que involucra más formalidades. Es por este motivo que el Contrato de Underwriting debe encontrarse tipificado en la Ley de Mercado de Valores al ser un contrato que se desenvuelve dentro de esta actividad, la cual cabe mencionar no se encuentra en Ecuador muy desarrollado en comparación con otros países, en donde se mantiene la esencia del mismo, esto es servir como instrumento financiero para la anticipación de liquidez o fondos de una entidad comercial.

3.3 El underwriting en la legislación extranjera

EN COSTA RICA.

El marco jurídico que regula el underwriting se basa en la Reguladora de Mercado de Valores y las reformas al Código de Comercio. La función fiscalizadora la desempeña la Superintendencia General de Valores, órgano de máxima desconcentración del Banco Central de Costa Rica. En la modificación a la ley, dentro de algunos cambios específicos se menciona la posibilidad de que los puestos de la bolsa realicen operaciones de underwriting o prefinanciación de emisores con sus clientes, operaciones propias de Banca de Inversión, sin destacar el desarrollo de este instrumento a través de bancos comerciales. Algunas normativas de operación se han prestado al órgano rector del instrumento para su aprobación, tal es el caso del Reglamento Operativo para la suscripción de Emisiones por parte de los Puestos de Bolsa de la Bolsa Electrónica de Valores de Costa Rica, S.A., que contiene lineamientos tanto para los emisores como para aquellos puestos de bolsa que participen en determinada colocación de títulos de deuda o acciones bajo esta modalidad en estudio. En sí, para el caso de Costa Rica el reglamento definitivo se encuentra en la fase de aprobación.

Finalmente, cabe mencionar que en Latinoamérica en sí el Mercado de Valores no se encuentra tan desarrollado como en otros países, motivo por el cual influye esto en la aplicación del contrato.

EL UNDERWRITING EN ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA.-

Desde luego el contrato que nos ocupa no podía estar ausente en los Estados Unidos de América, donde alcanzó gran difusión y se encontraba legislado por el Act de Glass-Steagall de 1933, que es una ley federal relativa al registro de títulos de valores que serán colocados al público, incluyendo en ello toda información relacionado con el emisor y su correspondiente oferta.

El acta en cuestión es muy completa, pues exige al emisor diversos requisitos con el propósito de proteger a los posibles inversionistas.

Además la declaración de registro debe acompañarse de una completa información financiera, sin que por ello se esté avalando la operación. Es así que si se detectara una información inexacta o incompleta, el acta establece que el declarante tiene responsabilidad penal y civil, a condición de que los inversionistas sufrieran pérdidas como consecuencia de la falsedad u omisión en la declaración.

Examinada la solicitud por la SEC (Security Act), ésta emite el correspondiente registro, como bien lo explica Vidal Castellanos “el procedimiento de registro de la declaración de una emisión a colocar por oferta pública mediante el underwriting, consta de tres etapas conforme a lo prescrito en la mencionada sección 5, reformada por la enmienda de 1954. La primera es la etapa pre registral durante la cual se prohíben las ofertas, tanto de venta como de compra de los títulos, con algunas excepciones. La publicidad de la emisión en esta etapa se considera ilegal. La razón de esta disposición consiste en evitar que los underwriters presionen a los inversionistas con el objeto de apurar sus órdenes de compra, sin que haya lugar a una adecuada consideración de la naturaleza de los valores ofertados. Sin embargo, se permiten las negociaciones preliminares y los contratos entre los emisores y los underwriters”.

La segunda etapa, está dada por el período comprendido entre el registro de la declaración y la fecha en que se hace efectiva.

En esta etapa se permiten ofertas orales así como el envío de prospectos calificados como ‘estatuarios por estar elaborados de acuerdo a las disposiciones del acta, así como los prospectos preliminares, los sumarios y los avisos con información específica sobre la emisión propuesta.

Los prospectos preliminares comúnmente conocidos como ‘red herring prospectuses’ debido a que llevan una leyenda en tinta roja que dice que no constituyen ofertas de ventas de títulos sino únicamente información acerca de ellos, revela algunos datos sobre la emisión (no relacionadas con el precio de los títulos) indicando que la solicitud para la

oferta pública ha sido registrada pero aún no es efectiva, por lo que los datos revelados están sujetos a posibles correcciones. Los prospectos sumarios, por otro lado, contienen resúmenes de la información contenida en la declaración de registros; en tanto que los avisos con información específica, llamados ‘tombstone ads’ que significa avisos necrológicos debido a los bordes negros que los encuadran, se lo revelan información determinada, como por ejemplo la identificación de los títulos, su precio, u otra que la SEC considere de interés público y adecuada para la protección de los inversionistas”.

Y finaliza expresando que La tercera y última etapa de este proceso, corresponde al período anterior a la fecha de autorización de la oferta pública, en la cual se puede proceder a la colocación de la emisión. Los underwriters están obligados a enviar a los futuros adquirentes de los títulos, una copia del prospecto estatutario final con la información completa consignada en la declaración de registro. Del mismo modo, pueden enviar literatura de venta suplementaria, como propaganda sobre la empresa emisora y sus valores, u otros artículos publicitarios, acompañando la confirmación de compra o la entrega de los títulos adquiridos por su intermedio”.

EL UNDERWRITING EN BRASIL

En Brasil, su difusión ha sido y es muy amplia existe la ley del mercado de capitales N° 6385-1976 así como diversas normas reglamentarias dictadas por la llamada CMV (comisión de valores mobiliarios).

La emisión de valores de acuerdo con la legislación brasileña se realiza mediante la intermediación de entidades especiales de financiamiento que integran el sistema de distribución de valores inmobiliarios.

Es notoria la influencia que ha tenido en el Brasil la legislación norteamericana sobre underwriting y por lo tanto se le ha dado particular énfasis al proceso o etapa de información, pudiendo solicitar informaciones adicionales, así como suspender la emisión si los informes son falsos, imprecisos y en general, incompletos y no satisfactorios.

También reglamentariamente se legisla sobre el denominado “insider” respecto a lo que se denomina “el hecho relevante”. También la ley exige la inclusión de determinadas cláusulas de estilo, como son las relativas a la calificación de la emisora, la mención a la asamblea general extraordinaria o el organismo competente que autorizó la emisión, el monto de los valores y su detallada descripción, incluyendo el precio de colocación, la remuneración del underwriter y la indicación sobre la existencia o no de un fondo de manutención de liquidez de los valores que serán objeto de la emisión, el procedimiento que se seguirá para la distribución, con el señalamiento de garantizar a los inversionista. Finalmente existe en el Brasil el llamado Consorcio de Underwriters, al que le son de aplicación todas las normas generales de las sociedades anónimas sobre Consorcios.

3.4 Preguntas realizadas a los funcionarios de la Intendencia de Mercado de Valores.-

(Departamento de Autorización y Registro)

- ¿Cuántas emisiones de valores mediante el uso del contrato de underwriting se han registrado en los últimos 10 años?
- ¿Qué modalidad usted identifica ha sido la más utilizada y qué título de valor fue objeto de la operación?
- ¿Qué ventaja considera usted que se obtuvo al realizar una emisión mediante el contrato de underwriting?
- ¿Cuáles son las causas por la que usted considera que el contrato de underwriter es desconocido y no se aplica en nuestro medio?

3.5 Análisis de las entrevistas realizadas a los funcionarios de la Intendencia de Mercado de Valores (Departamento de Autorización y Registro)

- ¿Cuántas emisiones de valores mediante el uso del contrato de underwriting se han registrado en los últimos 10 años?

En esta pregunta todos los funcionarios del Departamento de Autorización y Registro de la Intendencia de Mercado de Valores mencionaron que en los últimos diez años no se han registrado emisión de valores que contengan contrato de underwriting.

El personal más antiguo (33 años en la Superintendencia de Compañías), manifestó que en el año de 1993, cuando salió la primera Ley de Mercado de Valores fue el boom del mercado de valores y entre 1993 y 1994 ahí se dieron aproximadamente unas 6 emisiones a través del uso del contrato de underwriting.

- ¿Qué modalidad usted identifica ha sido la más utilizada y qué título de valor fue objeto de la operación?

En la Intendencia de Mercado de Valores no tienen dentro de sus registros y estadísticas, cuáles fueron las emisiones que se realizaron con contrato de underwriting por lo que no fue posible identificar la modalidad que fue utilizada en cada una de las emisiones que se realizaron entre el año 93 y 94, que fue la época en la cual los funcionarios señalan que el contrato fue utilizado.

- ¿Qué ventaja considera usted que se obtuvo al realizar una emisión mediante el contrato de underwriting?

Todos los funcionarios señalaron que la ventaja principalmente es para el emisor ya que la casa de valores garantiza la colocación de los valores en el mercado obteniendo a su vez las casas de valores una ganancia o utilidad entre el valor adquirido y colocado en el mercado. Señalaron además que si bien es cierto existe una utilidad para las casas de valores, no es favorable en nuestro mercado para una casa de valores garantizar al 100% una colocación.

- ¿Cuáles son las causas por las que usted considera que este contrato es desconocido y no se aplica en nuestro medio?

Un grupo de funcionarios manifestaron que el contrato si es conocido en el medio pero que su uso depende de la situación del mercado de valores, el cual en nuestro país es pequeño.

Agregaron además, que esta figura se utiliza más en mercados más desarrollados como en Estados Unidos, en donde existe bastante oferta y demanda sobretodo de valores de renta variable, ya que en Latinoamérica la fortaleza del mercado es la renta fija.

Además, en nuestro mercado generalmente el inversionista es institucional (INFA, IESS), quienes compran el papel lo meten en una caja fuerte , y en sí, el papel no circula.

Adicionalmente, señalan que la mayoría de títulos se encuentran pre vendidos desde antes de su emisión, pero igual se la da oferta pública y negociación de los mismos en la bolsa.

Todos estos factores influyen en el mercado de valores en nuestro país y en su defecto a la aplicación del contrato de underwriting

3.6 Preguntas realizadas a los funcionarios de la Bolsa de Valores de Guayaquil.-

(Departamento de Estadísticas y Departamento de Operaciones)

- ¿Se ha negociado valores por medio de un underwriter en la Bolsa de Valores de Guayaquil?
- ¿Qué ventajas considera usted que tiene la aplicación de un contrato de underwriting?
- ¿Considera usted que existe alguna desventaja del uso del contrato de underwriting en nuestro medio?
- ¿Cuáles son las causas por la que usted considera que este contrato es desconocido y no se aplica en nuestro medio?

3.7 Análisis de las entrevistas realizadas a los funcionarios de la Bolsa de Valores de Guayaquil.-

(Departamento de Estadísticas y Departamento de Operaciones)

- ¿Se ha negociado valores por medio de un underwriter en la Bolsa de Valores de Guayaquil?

Los funcionarios de la BVG de los Departamentos de Estadísticas y del Departamento de Operaciones señalaron que en los últimos 10 años no han visto negociaciones realizadas por medio de un contrato de underwriting.

EL Jefe de Estadísticas de la BVG manifestó que no cuentan con esta información dentro de las estadísticas que tienen en la BVG, por lo que no fue posible identificar qué valores se negociaron inicialmente por medio de un underwriter.

- ¿Qué ventajas considera usted que tiene la aplicación de un contrato de underwriting?

La ventaja la tiene el emisor ya que se puede garantizarle incluso hasta el 100% de la colocación de los valores en el mercado.

Cabe señalar que para los funcionarios de la BVG entienden al contrato de underwriting no como un pre financiamiento para el emisor, sino que vencido el plazo el underwriter tiene que comprar al emisor los valores no colocados.

- ¿Considera usted que existe alguna desventaja del uso del contrato de underwriting en nuestro medio?

Todos señalaron que la desventaja es para la Casas de Valores si no logra colocar todos los valores en el tiempo señalado, es más a criterio de los funcionarios debería existir una clase de prórroga que le otorgue un plazo adicional a las casas de valores para que no se vean afectadas.

- ¿Cuáles son las causas por la que usted considera que este contrato es desconocido y no se aplica en nuestro medio?

La mayoría de los funcionarios acordaron que ninguna colocadora en nuestro mercado se arriesgaría a garantizar la colocación de valores, ya que si no llega a vender su totalidad tiene que comprar al emisor la parte no colocada, con lo cual piensan que el nombre y prestigio de una Casa de Valores podría verse afectada.

Además, al igual que los funcionarios de la Intendencia de Valores, señalan que en nuestra realidad los títulos se encuentran pre vendidos desde antes que se realice la emisión y oferta pública, y que el mercado de valores en nuestro país es pequeño, no existe circulación del papel y todo esto influye en el uso del contrato del underwriting, el cual a su criterio se usa en mercado más evolucionados.

3.8 Preguntas realizadas a las Casas de Valores de Guayaquil.-

- ¿Han garantizado la emisión y colocación de valores mediante un contrato de underwriting?
- ¿Dentro de los servicios ofrecidos a sus clientes, se encuentra operar como underwriter? ¿Por qué?
- ¿Qué ventajas o desventajas encuentra usted al operar como underwriter en una emisión de valores?
- ¿Cuál es el motivo por el cual considera usted que el contrato de underwriting no es utilizado en nuestro mercado?
- ¿Considera usted que el contrato cuenta con la base legal necesaria para ser aplicado en nuestro medio?

3.9 Análisis de las entrevistas realizadas a las Casas de Valores de Guayaquil.-

- ¿Han garantizado la emisión y colocación de valores mediante un contrato de underwriting?

De las visitas realizadas a varias Casas de Valores de la ciudad de Guayaquil, ninguna de ellas ha garantizado una emisión y colocación de valores mediante el uso del contrato de underwriting, inclusive desde inicio de sus operaciones.

- ¿Dentro de los servicios ofrecidos a sus clientes, se encuentra operar como underwriter?
¿Por qué?

Todas las Casa de Valores manifiestan que el mercado de valores no está muy desarrollado en nuestro país, motivo por el cual no es negocio para una Casa de Valores y constituye un riesgo muy elevado el garantizar la emisión y colocación de valores.

Además, manifiestan que como no es un contrato conocido entre los emisores nunca se los han solicitado.

Más bien señalan que desde antes de que se realice la emisión ellos como Casa de Valores ya tienen hechas las negociaciones con los futuros inversionistas.

- ¿Qué ventajas o desventajas encuentra usted al operar como underwriter en una emisión de valores?

Como ventaja para ellos señalaron que no hay ninguna, que solo tiene la ventaja el emisor al tener el financiamiento deseado y porque toda la responsabilidad en la emisión y colocación es trasladada a la Casa de Valores.

Como desventaja para ellos, recalcaron nuevamente que el mercado ecuatoriano no tiene mucho movimiento como lo tienen otros países, motivo por el cual no ofrecen este servicio a sus clientes.

- ¿Cuál es el motivo por el cual considera usted que el contrato de underwriting no es utilizado en nuestro mercado?

Las Casas de Valores señalan al igual que en la pregunta anterior que el motivo para que este contrato no se aplica, es porque en mercados pequeños como el nuestro es un riesgo muy elevado para una Casa de Valores.

- ¿Considera usted que el contrato cuenta con la base legal necesaria para ser aplicado en nuestro medio?

Las Casas de Valores señalaron que a pesar de que existe la normativa en la Resolución de Codificaciones de las Casas de Valores, consideran que debería encontrarse ampliamente regulado cada modalidad de underwriting para poder aplicarse el contrato.

Concuerdan debe detallarse cómo funciona cada modalidad: cuándo hay un adelanto de fondos según la modalidad del contrato, si puede existir un prórroga del plazo en casos excepcionales, qué sucedería si los datos proporcionados por el emisor son falsos, etc.

3.10 Breve Análisis del Mercado de Valores ecuatoriano

Debido a que el contrato bajo estudio, se desenvuelve dentro del mercado de valores, es necesario realizar un breve análisis de la evolución del mercado en Ecuador con la finalidad de comprender la aplicabilidad del contrato en nuestro medio.

En el año 2002 se autorizó \$70.28 millones y en el 2003 122.78 llegando en el 2004 a 132.45 millones de dólares.

Durante el año 2005, el mercado de valores en el Ecuador registró un record de emisiones de valores desde el año de 1997, con un monto autorizado de \$467.74 millones, el cual es dos veces y media mayor al monto autorizado en el año 2004.

En el año 2006 el valor de las emisiones casi duplicaron los valores del año anterior registrándose un valor de \$871,60 millones.

El año 2007 rompe la tendencia creciente y se lo considera dentro del quinquenio como un año atípico presentándose una baja de emisiones cuyo valor fue de \$ 288,84 millones. Debemos tener en cuenta que hubo cambio presidencial lo que genera incertidumbre en los mercados.

En el 2008 se recupera con fuerza el mercado y se producen autorizaciones de emisiones por un valor de \$ 920,14 millones que calculado en porcentaje refleja un aumento del 320% respecto de 2007.

El 2009 muestra nuevamente un comportamiento en alza y se llega al valor de \$1157,54 millones de dólares autorizado en emisiones.

Entre el 2010 y el 2011 podemos apreciar en el gráfico, cómo el mercado creció notablemente pues se llegó a la cifra de \$ 1,797.16.

CUADRO # 1 Autorizaciones de oferta pública 2002-2011

CONSOLIDADO DE AUTORIZACIONES DE OFERTA PUBLICA PERIODO 2002 – 2011 (en millones de dólares)			
PERIODO	TOTAL AUTORIZADO		
	FINANCIERO	MERCANTIL	TOTAL
2002	30.10	40.18	70.28
2003	79.30	43.28	122.58
2004	82.80	49.65	132.45
2005	348.73	119.01	467.74
2006	628.65	242.95	871.60
2007	143.01	145.47	288.48
2008	242.27	677.87	920.14
2009	712.85	444.69	1,157.53
2010	834.95	745.73	1,580.69
2011	1,054.67	738.23	1,797.16

Fuente: Autorización y Registro de Intendencia de Mercado de Valores

Negociaciones en bolsas

Con respecto a las negociaciones de valores en las bolsas del País, durante el año 2005 el volumen transado en el mercado bursátil nacional alcanzó los \$ 3.496,5 millones. Comparando este valor con su similar del año 2004 (\$ 3.626,8 millones), se observa una reducción equivalente al 3,6 % (\$ 130,3 millones).

El monto transado en el año 2005 representó el 17,2% del Producto Interno Bruto a precios del 2000, porcentaje que es ligeramente inferior al calculado para el año 2004 que fue del 18,6%.

Si bien las negociaciones de valores del sector público siguieron siendo mayoritarias con el 49,1%, redujeron su representación en 18,6 puntos porcentuales con relación al año 2004, pero manteniendo el predominio de las transacciones de valores de renta fija, como es usual en el mercado nacional. Esta menor participación del sector público en el mercado bursátil se origina por los ingresos extraordinarios que ha recibido el fisco ecuatoriano producto del incremento de los precios del petróleo a nivel internacional.

A su vez, las transacciones de valores emitidos por el sector privado si bien siguieron siendo minoritarias en el contexto global, experimentaron un sensible aumento principalmente con papeles del área financiera, pues registran un incremento del 53,2% (\$ 566,7 millones) especialmente en certificados de depósito, que pasan de \$ 498,3 millones a \$ 871,6 millones.

CUADRO # 2 Valores transados en bolsa nacional 2005
CONSOLIDADO DE TRANSACCIONES AÑO 2005
por renta y sector
(en millones de dólares)

	QUITO	GUAYAQUIL	NACIONAL	EN%
TOTAL	1623,32	1873,18	3496,50	100
renta fija	1534,58	1814,39	3348,97	95,78
sector público	726,73	989,95	1716,68	49,1
sector privado	807,84	824,43	1632,27	46,68
financiero	765,88	84,51	850,39	44,34
no financiero	41,96	39,91	81,87	2,34
Renta variable	88,72	58,79	147,51	4,22

Fuente: Autorización y Registro de la Intendencia de Mercado de Valores

En el año 2006 el monto transado en la bolsa de valores alcanzó la suma de \$4862,30 millones de dólares, con un incremento del 39% comprado con el año anterior (1335,80 millones)

Comparando el monto transado 2006 con el PIB nos dice que significó un 11,64% de este último. Las negociaciones de valores del sector público siguieron siendo mayoritarias con el 48,82%, redujeron su representación en 1% puntos porcentuales con relación al año 2005, pero manteniendo el predominio de las transacciones de valores de renta fija, como es usual en el mercado nacional.

Vemos además que hay un avance de la participación de los sectores no financieros, aunque sea pequeño.

CUADRO # 3 Valores transados en bolsa nacional 2006

CONSOLIDADO DE TRANSACCIONES AÑO 2006

por renta y sector

(en millones de dólares)

	QUITO	GUAYAQUIL	NACIONAL	EN%
TOTAL	2575,29	2287,01	4862,30	100
renta fija	2376,45	2177,34	4553,79	93,66
sector público	1244,45	1129,13	2373,58	48,82
sector privado	1131,66	1048,20	2179,86	44,83
financiero	1005,13	904,12	1909,25	39,27
no financiero	126,52	144,08	270,60	5,57
Renta variable	199,17	109,67	308,84	6,35

Fuente: Autorización y Registro de La Intendencia de Mercado de Valores

En el 2007 las transacciones que llegan a un monto de \$3.509,96 millones de dólares, lo que constituye una disminución del 28% comparado con el 2006.

La explicación dada por Patricio Peña presidente del Directorio de la Bolsa de Valores de Quito sobre lo ocurrido este año fue consecuencia de la reducción del volumen de inversiones en el aparato productivo. Agregó que la falta de concurrencia de inversiones en el sector productivo genera que más rápidamente se afecte el factor de empleo.

Todos los indicadores daban a entender que teníamos un mercado en desarrollo, pero por los acontecimientos de carácter político, se evidenció un franco retroceso (Ecuador Inmediato, Edición #2463)

La participación mayoritaria corresponde al sector público con un 62,77% y los papeles de renta fija siguen siendo mayoría con una participación del 91,68%

Las negociaciones siguieron lideradas por el sector público con el 62,77 %, aunque se nota un pequeño avance del sector mercantil 6,74 % y la renta variables 8,32 %

Este año el total de lo negociado en la bolsa representó un 7,66% del PIB

CUADRO # 4 Valores transados en bolsa nacional 2007**CONSOLIDADO DE TRANSACCIONES AÑO 2007**

por renta y sector

(en millones de dólares)

	QUITO	GUAYAQUIL	NACIONAL	EN %
TOTAL	1807,63	1702,33	3509,96	100
renta fija	1576,98	1640,87	3217,85	91,68
sector público	1068,28	1134,99	2203,27	62,77
sector privado	508,69	505,88	1014,57	28,91
financiero	965,37	1001,29	1966,66	56,03
no financiero	102,91	133,70	236,61	6,74
Renta variable	230,65	61,45	292,10	8,32

Fuente: Autorización y Registro de La Intendencia de Mercado de Valores

En el 2008 se presenta una fuerte recuperación de las negociaciones en bolsa llegando al monto de \$5.153,53 millones de dólares, que comparado con el año 2007 significa un incremento del 47%.

Es importante destacar que el cambio en el comportamiento de los sectores ya que el sector público lo hizo solamente en un 17,70%, pasando el sector privado a liderar con el 79% del monto negociado.

Continúa la preferencia por los papeles de renta fija que totalizaron el 96 % de las negociaciones realizadas.

Las transacciones en bolsa representaron el 9,50% de PIB del año mencionado.

CUADRO # 5 Valores transados en bolsa nacional 2008
CONSOLIDADO DE TRANSACCIONES AÑO 2008
por renta y sector
(en millones de dólares)

	QUITO	GUAYAQUIL	NACIONAL	EN %
TOTAL	2515,62	2637,91	5153,53	100
renta fija	2431,62	2543,91	4975,53	96,54
sector público	444,70	467,23	911,93	17,7
sector privado	1986,91	2076,68	4063,59	78,85
Financiero	1720,90	1785,07	3505,97	68,03
no financiero	266,01	291,60	557,61	10,81
Renta variable	83,82	93,99	177,81	3,45

En el 2009 las negociaciones en la bolsa de valores alcanzaron una suma de \$6426,77, que comparado con el año anterior significa un incremento del 25%. En cuanto a la participación por sectores sigue liderando el sector privado con un valor del 51,42 %.

Sigue la preferencia por la renta fija con el 78,90% y es de destacar la participación de los papeles de renta variable que alcanzan este año el 21.10%, todo un record si se tienen en cuenta los escasos valores de los años anteriores.

El monto negociado anual representó el 12,35% del PIB del mismo año.

Cuadro # 6. Valores transados en bolsa nacional 2009
CONSOLIDADO DE TRANSACCIONES AÑO 2009
por renta y sector
(en millones de dólares)

	QUITO	GUAYAQUIL	NACIONAL	EN %
TOTAL	2905,20	3521,57	6426,77	100
renta fija	2432,61	2638,27	5070,88	78,90
sector público	816,13	950,30	1766,43	27,49
sector privado	1616,47	1687,96	3304,43	51,42
Financiero	1299,05	1340,63	2639,68	41,07
no financiero	317,42	347,33	664,75	10,34
Renta variable	472,59	883,29	1355,88	21,10

Fuente: Autorización y Registro de la Intendencia de Mercado de Valores

En el año 2010 las negociaciones en bolsa llegaron a \$ 5,093.405 millones de dólares, es decir que bajaron en un 21% en comparación al año pasado.

Sigue manteniéndose la tendencia de las negociaciones de valores de renta fija que ocupa un 97.47% sobre la de renta variable que ocupa tan solo el 2.53% del mercado.

El sector privado continúa siendo líder en las negociaciones alcanzando un total de \$2,740.668 millones de dólares, del cual el 37.54% pertenece al sector financiero y el 16.27% al mercantil.

Cuadro # 7. Valores transados en bolsa nacional 2010
CONSOLIDADO DE TRANSACCIONES AÑO 2010
Por renta y sector
(En millones de dólares)

	2010			
	Quito	Guayaquil	Total Nacional	
	Valor	Valor	Valor	%
Total	2,684,666	2,408,739	5,093,405	100.00%
Renta fija	2,627,942	2,336,761	4,964,702	97.47%
Sector público	1,146,816	1,077,218	2,224,034	43.66%
Sector privado	1,481,125	1,259,543	2,740,668	53.81%
Financiero	1,025,689	886,317	1,912,007	37.54%
Mercantil	455,436	373,225	828,662	16.27%
Renta Variable	56,724	71,978	128,702	2.53%

Fuente: Autorización y Registro de la Intendencia de Mercado de Valores

En el año 2011 el mercado sufrió un gran impacto ya que bajó de \$5,093.405 a \$3,761.025 millones, es decir en un 26% al año anterior debido a cambios económicos en el país.

La renta fija sigue predominando con un total de \$3,761.025 millones, lo cual muestra que las emisiones están concentradas en valores de renta fija y es casi inexistente el mercado de renta variable y, además, buena parte de las primeras son realizadas por el sistema bancario, lo que ratifica que éste utiliza al mercado de valores como fuente adicional de liquidez.

Cuadro # 8. Valores transados en bolsa nacional 2011
CONSOLIDADO DE TRANSACCIONES AÑO 2011
Por renta y sector
(En millones de dólares)

	2011			
	Quito	Guayaquil	Total Nacional	
	Valor	Valor	Valor	%
Total	1,793,159	1,967,866	3,761,025	100.00%
Renta fija	1,720,100	1,927,950	3,648,050	97.00%
Sector público	550,458	540,527	1,090,985	29.01%
Sector privado	1,169,642	1,387,423	2,557,065	67.99%
Financiero	791,868	871,282	1,663,150	44.22%
Mercantil	377,774	516,140	893,915	23.77%
Renta Variable	73,059	39,916	112,975	3.00%

Fuente: Autorización y Registro de la Intendencia de Mercado de Valores

Emisiones autorizadas por tipo

Obligaciones

El monto total del año 2005 se desglosa en \$107,3 millones en obligaciones (22.9%), en el año 2006 llegan a \$131 millones, lo que significa un incremento del 23% anual.

El año 2007 muestra un decrecimiento y se sitúa en \$85 millones, es decir un 23% menos que el 2006.

El año siguiente 2008 se recupera y alcanza un record de \$275 millones, lo que significa un crecimiento del 320% respecto del año anterior.

El último año del periodo 2009 sigue la tendencia creciente \$ 296,30 millones con un porcentaje de 7%.

En porcentajes las obligaciones representaron en el 2005 el 22,9%; en el 2006 el 29%; en 2008 el 30% y en el 2009 el 26% del total de la emisión.

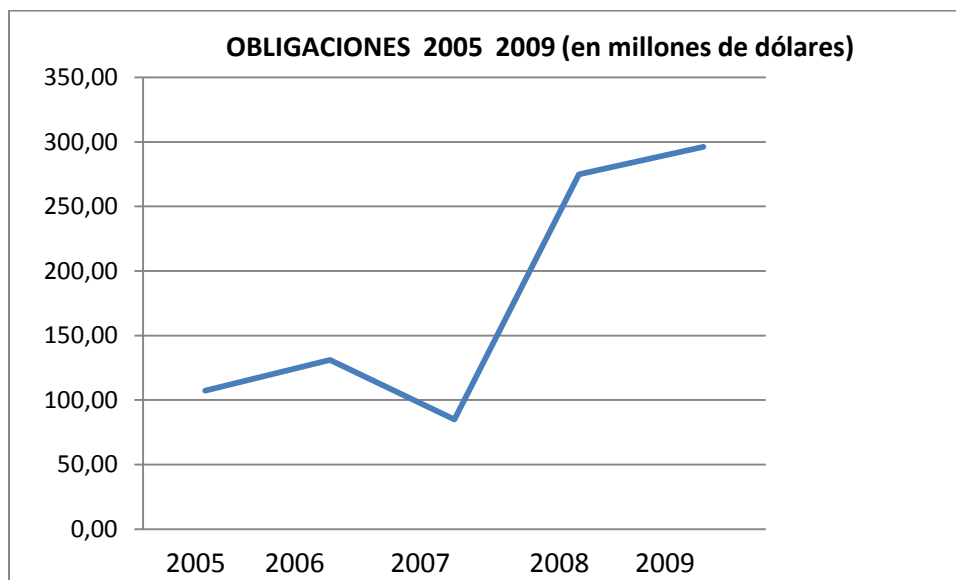
CUADRO # 9 Evolución de las obligaciones 2005 – 2009

Año	OBLIGACIONES		
	Financiero	Mercantil	Total
2005	44,00	63,30	107,30
2006	11,00	120,00	131,00
2007	15,00	70,00	85,00
2008	25,00	250,00	275,00
2009	146,20	150,10	296,30

Fuente: Autorización y Registro de la Intendencia de Mercado de Valores

Se puede observar el crecimiento en los dos primeros años del periodo y una caída en el año 2007, para recuperar la tendencia creciente en el 2008 y 2009

GRÁFICO #1 Comportamiento de las obligaciones en 2005 -2009



Papeles comerciales

El año 2005 se autorizaron \$237,0 millones en papel comercial (50.6%) del total.

En el 2006 los papeles tienen una fuerte presencia con \$396,00 millones, con un crecimiento del 67% respecto del año anterior.

El 2007 \$2 millones y el 2008 \$40 millones, son dos años con escasa presencia de papeles comerciales en el mercado de valores.

En el 2009 los papeles muestran una recuperación con autorizaciones por \$369 millones significativamente mayor al los dos años precedentes.

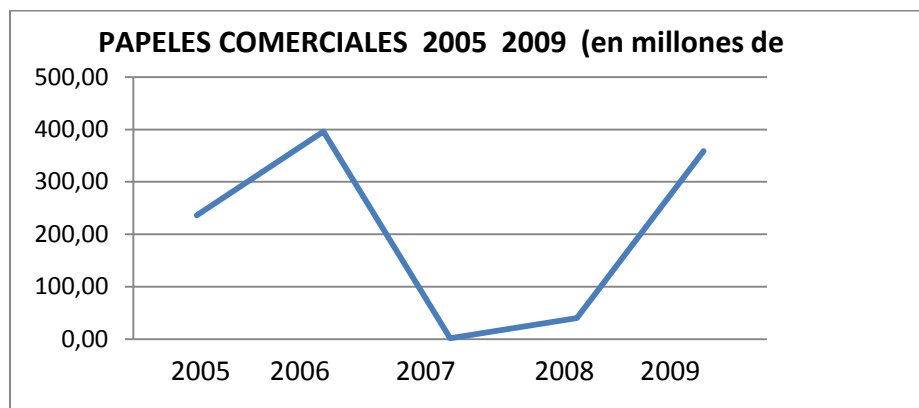
Los papeles comerciales comparados con el total de las emisiones representaron en el 2005 el 50,6%; en el 2006 el 45,52% ; en el 2007 el 0,6 %, en el 2008 el 4,4 % y el 2009 el 31%

CUADRO # 10 Evolución del papel comercial 2005 -2009

Año	PAPEL COMERCIAL		
	Financiero	Mercantil	Total
2005	216,50	20,00	236,50
2006	368,00	28,00	396,00
2007	0,00	2,00	2,00
2008	0,00	40,25	40,25
2009	352,00	7,00	359,00

Fuente: Autorización y Registro de la Intendencia de Mercado de Valores

GRÁFICO # 2 Comportamiento del papel 2005 – 2009



Fuente: Autorización y Registro de la Intendencia de Mercado de Valores

El gráfico señala que los años 2007 y 2008 fueron de escaso movimiento para el papel comercial y una recuperación en el 2009

Acciones

En 2005 se autorizan \$4,9 millones en acciones (1.1%), en 2006 \$580.000 y en 2007 \$370.000. Estos dos últimos años muestran un decrecimiento significativo, menos del 25% de las emisiones de 2005.

En el 2008 se recuperan llegando a \$56,7 millones en el 2008.

En 2009 el monto autorizado alcanza \$16,84 millones con una disminución importante respecto del año anterior.

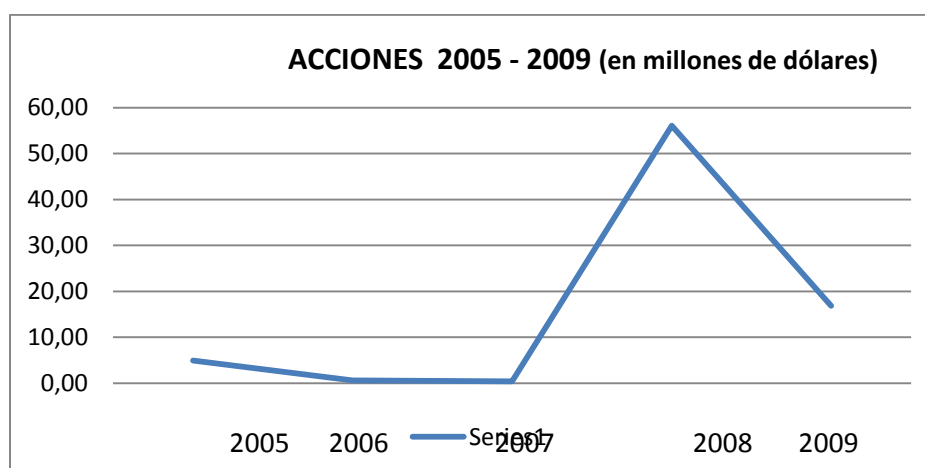
Las acciones representaron en el año 2005 el 1,1% del total de la emisión autorizada; en 2006 el 0,12%; en 2007 el 6% y para el 2009 fue el 1,5%

CUADRO # 11 Evolución de las acciones 2005 – 2009

ACCIONES			
Año	Financiero	Mercantil	Total
2005	0,00	4,91	4,91
2006	0,00	0,58	0,58
2007	0,00	0,37	0,37
2008	0,00	56,07	56,07
2009	0,00	16,84	16,84

Fuente: Autorización y Registro de la Intendencia de Mercado de Valores

GRÁFICO # 3 Comportamiento de las acciones 2005 – 2009



Las acciones han tenido un comportamiento irregular en el periodo considerado, reflejando un crecimiento solamente en el año 2008. Este tipo de instrumento es el de menos presencia en el mercado de valores.

Titularizaciones

En el año 2005 se llega a \$119,0 millones en valores provenientes de procesos de titularización (25.4%) del total de las emisiones autorizadas.

En 2006 se duplica la cantidad anterior \$342,27 millones. El 2007 sufre una baja en los valores alcanzando \$ 201,01 millones

La tendencia cambia en el 2008 y alcanza un record de \$548,37 millones y en el año de cierre del periodo considerado 2009 se autorizaron \$485,40 millones, presentando una pequeña baja con el año anterior.

Si se comparan los valores de las titularizaciones con los valores de las autorizaciones anuales totales tenemos que en 2005 representaron el 24,4%; el 2006 el 39%; el 2007 el 69%; el 2008 el 59% y en el 2009 el 42%.

Observando las cifras anteriores podemos decir que hay una inclinación hacia la utilización con preferencia sobre los procesos de titularización sobre el cualquier otro tipo de papeles.

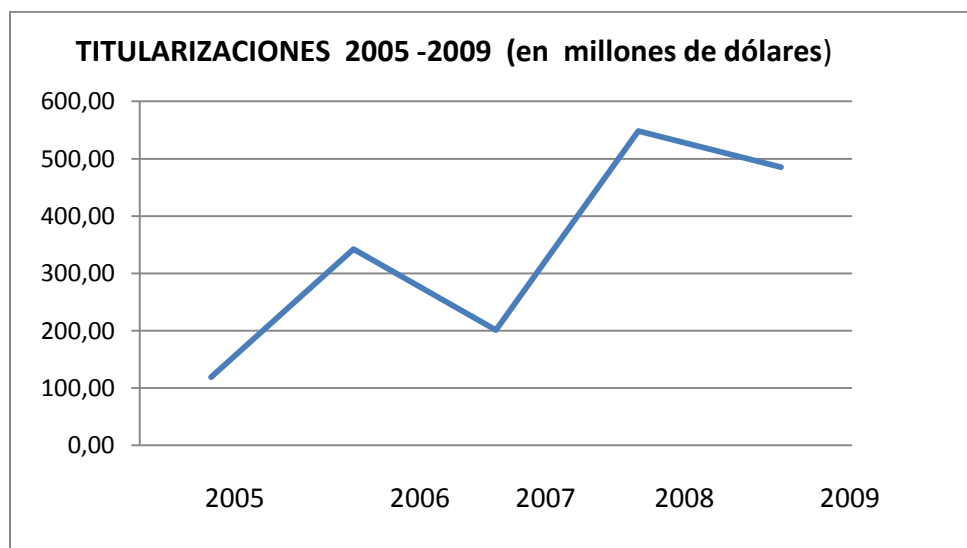
CUADRO # 12 Evolución de las titularizaciones 2005 – 2009

En millones de dólares

Año	TITULARIZACIONES		
	Financiero	Mercantil	Total
2005	88,23	30,80	119,03
2006	249,00	93,27	342,27
2007	128,01	73,00	201,01
2008	217,27	331,10	548,37
2009	214,65	270,75	485,40

Fuente: Autorización y Registro de la Intendencia de Mercado de Valores

GRÁFICO #4 Titularizaciones 2005 -2009

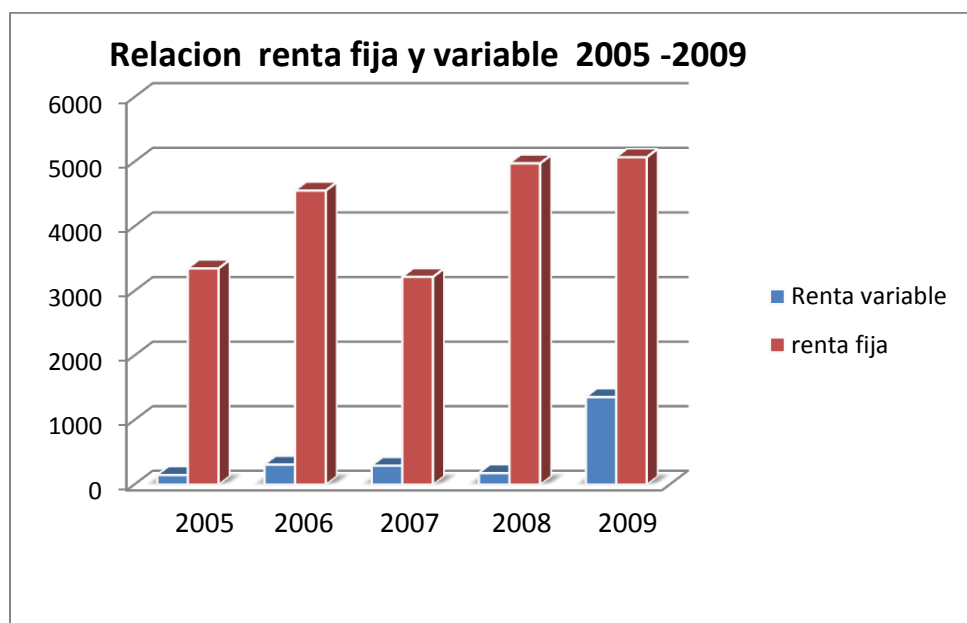


Fuente: Autorización y Registro de la Intendencia de Mercado de Valores

Es de destacar la fuerte presencia de las titularizaciones dentro del mercado que provienen tanto del sector público como del privado, solo en el año 2007 se nota un decrecimiento.

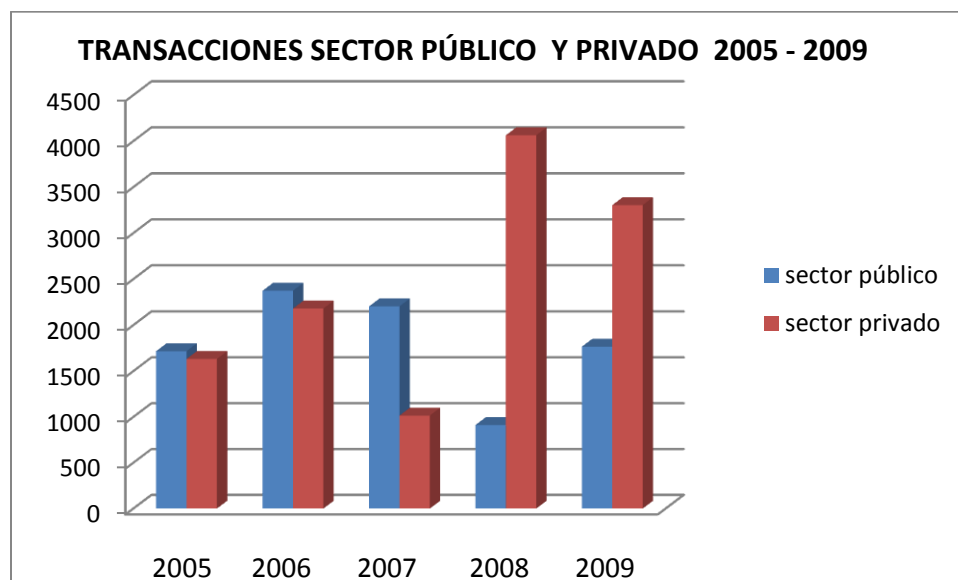
La mayor agilidad en la aprobación de los procesos de oferta pública por parte de la Superintendencia de Compañías; el notable despegue del uso del papel comercial, derivado de la simplificación que se le dio en su aprobación, haciéndolo más atractivo; la importante utilización de los procesos de titularización por las instituciones del sector financiero; el mayor uso de la emisión de obligaciones por parte de instituciones, tanto del sector financiero como mercantil, permitieron conseguir este alto monto de emisión de valores; lo cual constituye un indicador certero del retorno de la confianza en el mercado de valores por parte de sus diferentes partícipes.

GRAFICO # 5 Comparación de los títulos de renta fija y renta variable



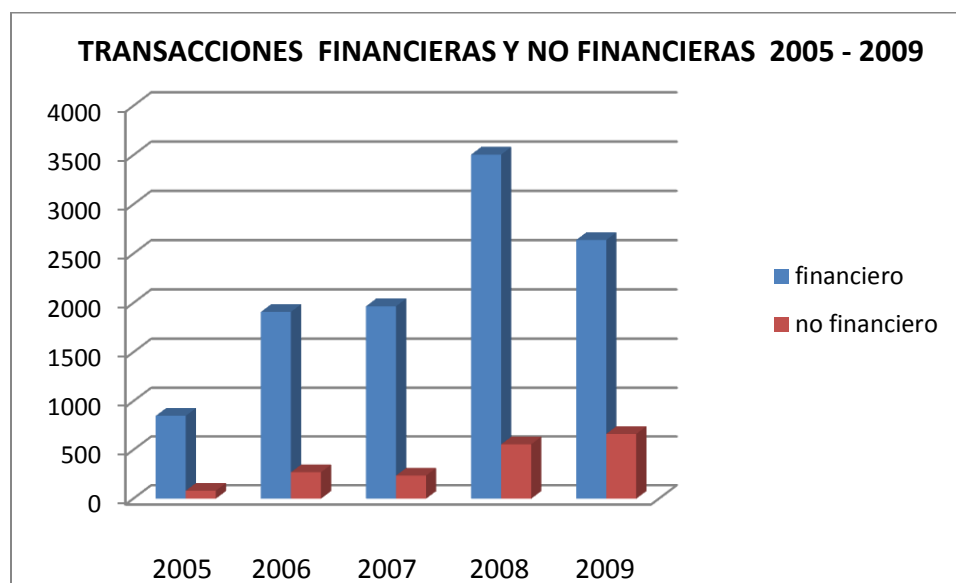
Fuente: Autorización y Registro de la Intendencia de Mercado de Valores

El gráfico muestra con claridad la preferencia que tienen los emisores sobre los papeles de renta fija sobre los de renta variable (acciones)

GRÁFICO #6 Comparación de transacciones sector público y privado

Fuente: Intendencia de Mercado de Valores

El sector público ha sido tradicionalmente el que lideró el número de transacciones hasta el año 2008 y toma este rol el sector privado. El sector público se desplaza hacia otra fuente de financiamiento (IEES)

GRÁFICO # 7 Comparación de transacciones sector financiero y no financiero

Fuente: Autorización y Registro de la Intendencia de Mercado de Valores

En el periodo analizado las transacciones han sido lideradas por el sector financiero, aunque en los dos últimos años del periodo bajo estudio, se muestra un aumento de la presencia del sector mercantil.

Fortalecimiento del mercado secundario

Considerando las transacciones por tipo de mercado, las operaciones de primera colocación o mercado primario, representan el 69% del total de transacciones bursátiles, con un volumen de \$2.400 millones; esta representación resulta 8 puntos porcentuales menor que la observada en el año anterior; por su parte, las transacciones en el mercado secundario alcanzaron los \$ 1.096,7 millones, monto equivalente al 31% del total negociado en el período. Esta evolución del mercado secundario se la considera positiva, porque reflejaría una mayor profundización del mercado bursátil nacional. Esta tendencia se mantiene hasta el final del periodo.

Empresas de mayor valor bursátil

Estableciendo un ranking por capitalización bursátil, las cuatro compañías que registran un mayor valor bursátil, en su orden son: Supermercados La Favorita (\$903 millones), Holcim Cementos S.A. (\$684,1 millones), Compañía de Cervezas Nacionales S.A. (\$640 millones), y Cervecería Andina (\$146,3 millones), que en conjunto representaron el 90,1% de la capitalización bursátil total de las 18 empresas que negociaron acciones en el 2005.

Emisores inscritos

En el año 2005 constaron 110 emisores inscritos en el Registro de Mercado de Valores, número que es el mayor desde el año 2001, es decir desde cuando el efecto de la crisis del sistema financiero comenzó a disminuir. Este número representa un crecimiento del 11% respecto del año anterior en el que se registraron 99 emisores.

En la ciudad de Quito están registradas 66 empresas emisoras, en tanto que en Guayaquil 45 empresas, debiendo anotarse que las nuevas inscripciones en el año 2005 en la ciudad de Quito fueron 4 y en Guayaquil llegaron a 10, mientras que las cancelaciones fueron de una empresa en cada una de estas ciudades.

Estas nuevas inscripciones demuestran que se viene generando mayor confianza en los mecanismos que ofrece el mercado de valores para el financiamiento al sector empresarial en los años posteriores la demanda de inscripciones continuó subiendo para llegar en el último año del quinquenio con la existencia de 237 operadoras de emisiones de las cuales 107 corresponden a Quito y 130 a Guayaquil.

3.11 Conclusiones sobre el análisis de la evolución del Mercado de valores en Ecuador.-

Variable del problema.-

El mercado de valores del país enfrenta problemas estructurales y de coyuntura que afectan su principal función de proveer financiamiento de mediano y largo plazo a los sectores productivos.

Si consideramos las emisiones o la oferta pública autorizada, la tendencia de los valores emitidos revela realmente lo reducido de dicho mercado que poco contribuye al financiamiento de mediano y largo plazo a los sectores productivos y, en esa medida, poco aporta al crecimiento económico.

Cabe señalar lo que más se negocia son títulos del sistema bancario y del Estado. Esta tendencia se da en el período 2007 – 2009, esto refleja que el mercado de valores es una forma de fondeo de los bancos y fuente de liquidez para el gobierno.

El principal inversionista institucional en el mercado es el IESS, pero además, el portafolio de dicha entidad está concentrado en papeles de renta fija (58%) y escasamente hay inversiones en renta variables (3%), lo que contribuye a mantener una estructura inadecuada de financiamiento en el mercado de valores.

En el 2009, el 56% del total negociado en el mercado de valores y a Marzo de 2010, el 70% corresponden al IESS. En otras palabras, el IESS dinamiza el mercado de valores asemejándose al papel que hacen las Administradoras de Fondos de Pensiones en otros países en que el ahorro previsional se canaliza de manera privada.

De las estadísticas analizadas sacamos la conclusión que las emisiones están concentradas en valores de renta fija y es casi inexistente el mercado de renta variable y, además, buena parte de las primeras son realizadas por el sistema bancario, lo que ratifica que éste utiliza al mercado de valores como fuente adicional de liquidez.

Por otro lado, casi no existe mercado secundario, es decir, hay poca profundidad de mercado, lo que hace que haya falta de liquidez en el mercado, por lo que no es posible que un valor emitido en el mercado primario pueda ser transado en el mercado secundario para hacer liquido el mismo, lo que le resta dinamismo al mercado.

Otro aspecto fundamental es que para un mercado de valores reducido existen dos bolsas de valores, cuando la tendencia mundial es a la unificación de las mismas. Estas tienen la figura de corporaciones sin fines de lucro pero, sin embargo, generan excedentes que son repartidos por varios mecanismos y hay poca inversión en tecnología.

Otro problema estructural es que el mercado de valores del país es elitista, ya que son pocas las empresas que participan en las transacciones ya sea como emisores o inversionistas y, de éstas, buena parte son entidades bancarias.

Existen problemas operativos y tecnológicos que resta eficiencia a la transaccionalidad del mercado. Por ejemplo, cada bolsa de valores tiene sistemas transaccionales distintos, los que no pueden comunicarse entre sí. Otro aspecto importante es que no se cumple adecuadamente en los sistemas de compensación y liquidación de valores con los principios de entrega contra pago, firmeza de las operaciones y no hay mitigación de riesgos de custodia, de liquidez, de crédito, de mercado, etc. que son fundamentales para un adecuado funcionamiento de dicho sistema.

Adicionalmente, la mayoría de los actores del mercado, incluido el regulador y el supervisor, no cumplen con la aplicación de estándares internacionales, que son importantes para dar confianza y credibilidad al mercado

Otros problemas son la escasa cultura bursátil, poca desmaterialización, falta de protección a los inversionistas, carencia de prácticas de gobierno corporativo, etc. Además hay que anotar que en los aspectos macroeconómicos, como el nivel de actividad económica y el crecimiento económico así como las variables microeconómicas son otros de los factores fundamentales relacionados con la evolución del mercado de valores en el país.

El escaso desarrollo del Mercado de Valores en nuestro país es una variable al problema planteado, ya que el contrato tiene mayor aplicabilidad en mercados más fuertes como el de Estados Unidos por ejemplo.

Al tener un mercado más grande y competitivo existen mayores posibilidades para su aplicación.

Todos estos aspectos influyen en el Mercado de Valores, el cual tengo la plena convicción que necesita ser fomentado en nuestro país implementándose una reforma a la Ley que actualmente lo regula, en este caso me enfocaré precisamente a proponer una reforma para que se implemente dentro de la Ley de Mercado de Valores al Contrato de Underwriting, instrumento jurídico de vital importancia para el desarrollo financiero del país y que permitirá a que más empresas quieran participar en el mercado de valores.

CAPITULO 4: FORMULACION DE LA PROPUESTA

La propuesta y solución para el problema planteado en esta investigación es reformar la Ley de Mercado de Valores, insertando un capítulo que contenga las disposiciones legales que rijan el contrato de Underwriting.

Las normas actuales desvirtúan el contrato como fue originado y lo ha convertido en un simple contrato de Emisión y Colocación de valores, ya que la esencia jurídica del mismo es anticipar fondos a la emisora, lo cual ninguna Casa de Valores está dispuesta a hacerlo en la práctica, y de acuerdo a la regulación actual del contrato son las Casas de Valores quienes se encuentran facultadas para realizar dicha operación.

Hago énfasis en que en esta reforma se faculte nuevamente a los bancos y sociedades financieras a realizar underwriting ya que estas instituciones son las que cuentan con los recursos económicos para realizar dicha operación, y a través de una Casa de Valores pueden asociarse y realizar la colocación en el mercado.

La reforma que propongo a la Ley de Mercado de Valores es la siguiente:

LA ASAMBLEA NACIONAL CONSTITUYENTE

CONSIDERANDO

Que mediante Ley No. 31, el Plenario de las Comisiones Legislativas expidió la Ley de Mercado de Valores, que fue promulgada en el Suplemento del Registro Oficial No. 199, de 28 de mayo de 1993 la misma que fue derogada por la Ley No. 107 en 1998 y posteriormente se codificó el 22 de febrero del 2006.

Que el Consejo Nacional de Valores mediante Resolución No. CNV-95-0000011 expidió el primer Reglamento sobre el Contrato de Underwriting, el cual fue derogado con la Codificación de Resoluciones que el Consejo Nacional de Valores expidió mediante

resolución No. CNV-009-2006 publicado en el Registro oficial 98 del 30 de diciembre del 2009.

Que es necesario impulsar el desarrollo del mercado de valores a través de aumentar la oferta de valores y la liquidez del mercado.

Que el mercado de valores es un elemento esencial para el financiamiento alternativo de mediano y largo plazo para los sectores productivos y desempeña una importante función en el crecimiento económico.

Que el contrato de underwriting constituye un mecanismo idóneo para anticipar el financiamiento deseado al sector productivo y facilita los procesos de colocación de valores en el mercado.

Que a falta de normas jurídicas que regulen ampliamente el Contrato de Underwriting es necesario otorgarle seguridad jurídica e implementarlo dentro de la Ley de Mercado de Valores.

Que el artículo 51 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero concede a los bancos y sociedades financieras dentro de sus facultades en el literal v) el garantizar la colocación de acciones u obligaciones,

Que es indispensable recuperar la naturaleza jurídica del contrato de underwriting como un instrumento jurídico financiero y no solo aplicarlo como un contrato de emisión y colocación de valores; y,

En ejercicio de sus facultades constitucionales y legales, expide la siguiente:

LEY REFORMATORIA A LA LEY DE MERCADO DE VALORES

Insertar dentro del Título XII , después del artículo 59, un capítulo innumerado que establezca lo siguiente: “ Del Contrato de Underwriting”

Art 1.- Contrato de underwriting: Instrumento jurídico financiero a través del cual una entidad financiera pre financia a una sociedad comercial, la emisión de títulos valores para luego, a través de una casa de valores colocarlos en el mercado según la modalidad que se desee implementar a un mayor valor obteniendo una ganancia.

Art 2.- Del underwriter: El Underwriter, es la entidad financiera autorizada para realizar operaciones de Underwriting, que pre financia la emisión y colocación de valores al público

Podrán realizar operaciones de underwriting los bancos, las sociedades financieras y las Casas de Valores.

Los bancos y sociedades financieras realizarán la colocación de valores en el mercado a través de Casas de Valores.

Art 3.- Consorcio de underwriters: Las entidades financieras, para realizar operaciones de *underwriting*, podrán organizarse en consorcios, a fin de compartir entre sí, una o más de las obligaciones o responsabilidades derivadas de los respectivos convenios. Estos consorcios pueden estar integrados por tres tipos de participantes: líder, colíder y distribuidores.

El líder y colíderes son los que asumen la responsabilidad ante el emisor.

Los distribuidores son responsables únicamente ante el líder o colíderes

Art 4.- De los emisores: Son emisores las personas jurídicas autorizadas por la ley para emitir valores.

Art 5.- Valores objeto de underwriting.- Podrán ser objeto del contrato de underwriting, solamente los valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

Art. 6.- Modalidades de underwriting.- Los contratos de *underwriting* pueden otorgarse dentro de las siguientes modalidades:

1. En firme: El Underwriter financia directamente al emisor adelantando de forma inmediata la totalidad de los valores emitidos para luego por su cuenta y riesgo colocarlos en el mercado.

La ganancia del underwriter en esta modalidad se da entre la diferencia existente entre el precio que adquirió el valor con el precio que logra colocarlo en el mercado.

2. Con garantía total o parcial de adquisición: La institución financiera o el consorcio asume el compromiso de adquirir, en un determinado tiempo, la totalidad o solamente una parte de la emisión.

Puede pactarse un adelanto de fondos al emisor y el valor restante será cancelado una vez concluya el plazo para la colocación.

3. Del mejor esfuerzo: La institución financiera actúa como simple intermediaria de la compañía emisora o del tenedor, comprometiéndose a realizar el mejor esfuerzo para colocar la mayor parte posible de la emisión, dentro de un plazo predeterminado.

Art 7.- Contenido del contrato.- El contrato de *underwriting* contendrá, por lo menos:

1. La identificación de las partes y sus respectivas obligaciones.
2. Una descripción completa de los valores objeto del contrato.
3. La modalidad del contrato, esto es, si es en firme, con garantía total o parcial, o del mejor esfuerzo.
4. Precio de los valores, comisiones del *underwriter*, formas y plazo de pago al emisor o tenedor, sector del mercado al que va dirigida la colocación y otras condiciones relativas a la colocación.
5. Cláusulas en las que se establezcan las penalidades o sanciones por el incumplimiento del contrato.
6. Cláusulas que determinen la liberación de las responsabilidades de las partes.

7. Cláusulas de jurisdicción y competencia para dirimir las controversias.

8. Cláusula de Confidencialidad.

9. Cláusula de terminación anticipada del contrato.

10. Cláusula eximentes de responsabilidad de las partes.

11. Cláusula de no exclusividad del underwriter.

Art 8.- De los derechos y obligaciones del underwriter:

Serán derechos del underwriter:

- Hacer respetar el precio y las condiciones estipuladas en el contrato.
- Exigirle a La emisora la entrega de los títulos valores una vez que estos fueron colocados en el mercado.
- Exigir a La Emisora el pago de la comisión pactada
- Exigir que La Emisora restituya los gastos efectuados en la operación.

Serán obligaciones del underwriter:

- Realizar todas las gestiones necesarias para que los títulos valores puedan ser colocados en el mercado dentro del término pactado.
- Adquirir la totalidad de la emisión (modalidad en firme)
- Respetar el precio y las demás condiciones establecidas en el contrato.
- Adquirir el saldo no colocado (modalidad en garantía)
- Procurar realizar sus mejores esfuerzos para la colocación de los valores pero sin comprometerse a adquirir en firma la emisión.(modalidad mejores esfuerzos)
- Pagar a La Emisora el precio acordado por la emisión que adquiere.
- Atender todas las exigencias que demande los entes reguladores.
- Asesorar a La emisora en todo en cuanto a la operación se refiere.

Art 9.- Derechos y obligaciones de La Emisora:

Son derechos de La Emisora:

- Exigir al Underwriter una acción eficaz en sus operaciones y el asesoramiento requerido.
- Solicitar que el Underwriter proporcione información con relación a su experiencia, solvencia, etc.
- Hacer respetar el precio de los títulos valores establecidos en la oferta.
- Recibir el financiamiento de la emisión.

Son obligaciones de La Emisora:

- Emitir los títulos
- Proporcionar al Underwriter toda la información necesaria sobre la emisión (precio, plazo, situación jurídica y financiera de la empresa emisora)
- Entregar los títulos valores al Underwriter una vez que hayan sido colocados en el mercado.
- No realizar su oferta a otra colocadora.
- No vender títulos valores objeto del contrato.
- Informar al Underwriter cualquier cambio dentro de su situación económica financiera que pueda afectar la colocación de los valores en el mercado.
- Pagar al Underwriter la comisión convenida
- Pagar todos los gastos que se efectúen dentro de la operación, salvo que se haya pactado lo contrario.

Viabilidad o factibilidad de la propuesta

Mi propuesta puedo llevarla a la práctica a través de las facultades que nos otorga la Ley Orgánica de Participación Ciudadana, las cuales son las siguientes:

DE LA INICIATIVA POPULAR NORMATIVA

Art. 6.- La iniciativa popular normativa.- Las ciudadanas y los ciudadanos que estén en goce de sus derechos políticos, así como, organizaciones sociales lícitas, podrán ejercer la facultad de proponer la creación, reforma o derogatoria de normas jurídicas ante la Función Legislativa o ante cualquier otra institución u órgano con competencia normativa en todos los niveles de gobierno.

La iniciativa popular normativa no podrá referirse a crear, modificar o suprimir impuestos, aumentar el gasto público o modificar la organización territorial político administrativa del país.

Art. 7.- Legitimación ciudadana.- La iniciativa popular normativa deberá contar con el respaldo de un número no inferior al cero punto veinticinco por ciento (0.25%) de las personas inscritas en el registro electoral de la jurisdicción correspondiente.

El Consejo Nacional Electoral publicará, a través de su página web, la cifra exacta de los electores que constituyen el porcentaje mínimo requerido para el ejercicio de la iniciativa popular normativa y reglamentará el proceso de recolección de firmas, respecto de cada jurisdicción concreta.

Art. 8.- Requisitos para la admisibilidad de la iniciativa popular normativa.- La iniciativa popular normativa se ejercerá por escrito y debe contener al menos lo siguiente:

1. Título o nombre que lo identifique al proyecto de ley;

2. Exposición de motivos conteniendo una explicación sobre el alcance y contenido de las normas cuya reforma, creación o derogatoria se propone;

3. La propuesta normativa adecuadamente redactada;

4. En el escrito inicial se hará constar la identidad de los miembros de la comisión popular promotora conformada por personas naturales, por sus propios derechos, o por los que representen de personas jurídicas y como portavoces de otras agrupaciones que respalden la iniciativa;

5. Las firmas de respaldo de acuerdo con la Constitución y la ley.

6. La descripción del proceso de construcción del proyecto de norma presentado.

Toda propuesta normativa debe regular una sola materia de forma clara y específica.

Art. 9.- Admisibilidad de la iniciativa popular normativa.- La iniciativa popular normativa se presentará ante el máximo órgano decisorio de la institución u organismo con competencia normativa, según corresponda, quien revisará el cumplimiento de los requisitos de admisibilidad y se pronunciará en el plazo de quince días.

Para resolver la admisibilidad, el órgano legislativo competente conformará una comisión de calificación, conformada por dos representantes de las dos fuerzas políticas más votadas y un representante de las minorías, quien revisará el cumplimiento de los requisitos establecidos en esta Ley. De existir solo dos agrupaciones políticas representadas en el órgano legislativo competente, la comisión se conformará por dos representantes de la fuerza política más votada y un representante de la segunda.

No se podrá rechazar la tramitación de una iniciativa popular, salvo el incumplimiento de uno o varios de los requisitos establecidos en el artículo anterior. Dicho incumplimiento se notificará a la comisión popular promotora, quien podrá subsanarlo en el plazo de treinta días, luego de lo cual, el máximo órgano decisor competente resolverá la procedencia de la admisibilidad.

Si la decisión fuese la no admisibilidad, la comisión popular promotora podrá solicitar su pronunciamiento a la Corte Constitucional, quien lo hará en el plazo de treinta días. En este último caso, si la Corte Constitucional resolviera que la iniciativa normativa popular fuera admisible, se procederá a notificar al Consejo Nacional Electoral para su tramitación, caso contrario, se archivará.

Art. 10.- Tramitación de la iniciativa popular normativa.- El Consejo Nacional Electoral, una vez notificado con la admisión a trámite de una iniciativa popular normativa, procederá a autenticar y verificar las firmas; cumplido este requisito, el Consejo Nacional Electoral notificará al órgano con competencia normativa para que éste, a su vez, inicie el trámite obligatorio para garantizar la participación directa y efectiva de las promotoras y los promotores en el debate del proyecto normativo.

El órgano con competencia normativa deberá empezar a tratar la iniciativa popular normativa, en el plazo máximo de ciento ochenta días, contados desde la fecha en la que fue notificado por el Consejo Nacional Electoral; si no lo hace, la propuesta entrará en vigencia de conformidad con la Constitución.

Art. 11.- Consulta popular vinculante.- En caso de rechazo o modificación no consentida del proyecto de iniciativa popular normativa por la Asamblea u órgano con competencia normativa, o bien modificación en términos relevantes, la comisión popular promotora podrá solicitar al Ejecutivo del nivel de gobierno correspondiente, la convocatoria a consulta popular en el ámbito territorial respectivo para decidir entre la propuesta original de la iniciativa popular o la resultante de la tramitación en el órgano con competencia normativa.

La consulta popular se regulará por las disposiciones establecidas en la Constitución y la ley. El Consejo Nacional Electoral deberá garantizar que la comisión popular promotora acceda en condiciones de igualdad a los medios de comunicación social para la defensa y debate público de su iniciativa, previo dictamen de la Corte Constitucional sobre la constitucionalidad de las preguntas.

Art. 12.- Objeción presidencial.- Cuando se trate de un proyecto de ley de iniciativa popular, la Presidenta o Presidente de la República podrá enmendar el proyecto, pero no vetarlo totalmente. Formulada la enmienda presidencial, la máxima autoridad del órgano con competencia normativa deberá notificar a la comisión popular promotora de forma inmediata, en el plazo de cinco días desde su recepción, para que manifieste su exposición motivada sobre las objeciones parciales.

Una vez emprendido el trámite, la iniciativa popular normativa continuará, no obstante, la disolución o expiración del mandato del órgano normativo competente. El órgano sucesor deberá tramitarlo de manera obligatoria.

CONCLUSIONES

Del presente trabajo de investigación podemos obtener las siguientes conclusiones más importantes:

- 1.- El contrato de underwriting es un instrumento jurídico novedoso el cual garantiza al emisor la colocación de valores en el mercado y constituye a su vez un mecanismo de financiamiento que facilita el acceso de las empresas al mercado de capitales, con el fin de que estas puedan obtener los recursos necesarios para su desarrollo.
- 2.- La esencia jurídica del contrato es anticipar fondos a la compañía Emisora y no tener que esperar que los valores sean colocados en el mercado.
- 3.- El contrato de underwriting no se encuentra ampliamente regulado en nuestra legislación, motivo por el cual ha sido difícil poderlo aplicar en nuestro medio, por lo que es necesario que se encuentre tipificado en la Ley de Mercado de Valores.
- 4.- En nuestro país se encuentra facultadas las Casas de Valores para realizar operaciones de underwriting de acuerdo al CNV, pero el Artículo 51 de la Ley General de Instituciones Financieras también otorga esta facultad a los bancos y sociedades financieras.
- 5.- El mercado de valores no ha evolucionado al igual que en otros países, no existe cultura bursátil en nuestro medio, lo cual es una variable que contribuye a que el contrato de underwriting no sea de conocimiento general y su uso haya sido limitado en nuestro país.

6.- El contrato de underwriting permitiría a que otros entes (pequeñas empresas) tengan acceso al mercado de valores, contribuyendo a su desarrollo.

7.- A pesar de ser el underwriting una modalidad de contratación beneficiosa, ya que a través de su suscripción puede brindar financiamiento y recursos económicos a las sociedades mercantiles, el underwriting no es difundido ya que las Casas de Valores no brindan información sobre la existencia del mismo a sus clientes.

RECOMENDACIONES

1.- Para romper el estancamiento del Mercado de Valores en el país se debe superar sus problemas estructurales, fomentar a las empresas a participar en el mercado de valores puede ser a través de incentivos monetarios, apoyo gubernamental y protección al inversionista.

2.- Es indispensable que las leyes en nuestro país se actualicen de acuerdo a nuestra realidad actual, por lo que es necesario que la Ley de Mercado de Valores sea reformada. En esta investigación hacemos énfasis sobre un contrato el cual al no encontrarse justamente regulado en una ley, su uso no ha sido muy frecuente en nuestro país.

3.- Al igual que en otros países en donde el contrato es utilizado, los bancos y sociedades financieras deben también estar facultadas expresamente por la ley ya que dichas instituciones son las que cuentan con los recursos para poder otorgar el financiamiento a los emisores. De esta manera recuperaremos la esencia del contrato al existir el pre financiamiento a los emisores.

4.- El contrato de underwriting no debe tratarse simplemente de un contrato de emisión y colocación de valores. Para llegar a sus orígenes, a la finalidad para la cual esta herramienta jurídica fue creada, debe normarse dentro la Ley de Mercado de Valores, que las instituciones financieras puedan realizar operaciones de underwriting en virtud de la potestad que ya le concede el artículo 51 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.

En consecuencia, es indispensable que la Ley de Mercado de Valores sea reformada e insertar un capítulo que regule específicamente al contrato de Underwriting

5.- En las facultades de derecho deberían hacer más énfasis en el estudio del Mercado de Valores y a su vez en el contrato de underwriting, para implementar e impulsar la cultura bursátil en nuestro país, que es conocida y utilizada por un sector pequeño de la sociedad. Los contratos atípicos al no ser estudiados y al no encontrarse regulados conllevan a la ignorancia y poca aplicación.

BIBLIOGRAFIA

- MARTORELL, Ernesto Eduardo.- “Tratado de los Contratos de Empresa”. Tomo I. Ediciones Depalma. Buenos Aires-Argentina. 1993.
- ARIAS SCHERIBER PEZET, Max.- “Contratos Modernos”. Gaceta Jurídica Editores. Primera Edición. Lima – Perú.
- BRAVO MELGAR, Sidney Alex.- “Contratos Modernos Empresariales”. Editorial. Fecat. Lima-Perú. 1997.
- ARRUBLA PÁUCAR, Jaime Alberto.- “Contratos Mercantiles”. Tomo II.
- Vid. MIRANDA GUTIERREZ, Edmundo y ZÁRATE RODRIGUEZ, Milagros De Jesús, *op. Cit.*, P. 101.
- Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores publicada en el R.O. No. 98 del 30 de diciembre del 2009
- Codificación de la Ley de Mercado de Valores publicada en el R.O No. 215 del 22 de febrero del 2006, Suplemento
- Codificación de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, publicada en el R.O. No. 250 del 23 de enero del 2001

- Resolución No. CNV-95-00000
- <http://www.supercias.gob.ec>
- <http://www.mundobvg.com/>
- <http://www.bolsadequito.info/>

GLOSARIO DE TERMINOS

Entidad comercializadora, agente de colocación o distribuidora: entidad encargada de colocar las participaciones o acciones entre los inversores. Puede ser la propia entidad gestora u otra entidad financiera.

Mercado de Valores: Segmento del mercado de capitales al que concurren oferentes y demandantes de valores mobiliarios, en donde éstos son transados desde su emisión hasta su extinción. Está conformado por un mercado primario y un secundario.

Mercado Primario: Aquel en el que los emisores y compradores participan directamente o a través de puestos de bolsa, en la compra y venta de los valores ofrecidos al público por primera vez.

Mercado Secundario: Aquel en el que los valores son negociados por segunda o más veces. En él, los emisores ya no son los oferentes de dichos valores

Regulador: Organismo encargado de velar por la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de los precios en ellos, la protección de los inversionistas y la difusión de la información necesaria para asegurar la consecución de esos fines. En Ecuador esas funciones las realiza el Consejo Nacional de Valores

Puesto de Bolsa: Sociedad organizada y registrada conforme a la Ley Reguladora del Mercado de Valores, para realizar de manera habitual intermediación de valores, también se les denomina casas de bolsa.

Emisor: Se denomina así a toda entidad que coloca valores en el mercado bursátil.

Emisión: Conjunto de valores que una empresa crea y pone en circulación

Mercado Bursátil. Conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores, realizadas por los intermediarios de valores autorizados.

Mercado Extrabursátil. 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.

Mercado Privado. Son todas aquellas negociaciones que se realizan entre el comprador y el vendedor en forma directa sin la intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales.

Consejo Nacional de Valores: Mediante la Ley de Mercado de Valores, publicada en el R. O. N. 367, de 23 de julio de 1998, en su Art. 5, se crea adscrito a la Superintendencia de Compañías, como órgano rector del mercado de valores el Consejo Nacional de Valores (C.N.V) a fin de establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento, el mismo que estará integrado por siete miembros:

Superintendencia de Compañías: La Superintendencia de Compañías es un organismo técnico y autónomo encargado de vigilar y controlar la organización, actividad y funcionamiento del sector empresarial del país, con criterios modernos y mecanismos eficaces. Precautela los intereses de los inversionistas y vela por la permanencia de la empresa porque es fuente generadora de producción, riqueza y empleo

Bolsa de Valores: es una corporación civil, sin fines de lucro, autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías, que tiene por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores. La entidad que facilita la negociación y centraliza las operaciones de este mercado, es la Bolsa de Valores.

Casas de Valores: Casas de valores son las compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, para ejercer la intermediación de valores, cuyo objetivo social único es la realización de las actividades previstas en la Ley de Mercado de Valores

Comisiones: Los Agentes de Bolsa tienen derecho a una comisión sobre todas las operaciones que verifiquen tanto por cuenta de sus clientes compradores, como por cuenta

de sus clientes vendedores conforme al porcentaje que señala el Directorio, el que será inversamente proporcional al monto de la transacción.

.

Compradores de títulos en el mercado de valores: Son personas físicas (inversionistas particulares) o personas jurídicas (inversionistas institucionales), con el objeto de comprar valores con sus ahorros, a fin de obtener alguna rentabilidad más atractiva.

