

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO

Colegio de Administración y Economía

**El impacto en el mercado de valores medido por el aumento de inversión
por parte de los fondos complementarios**

Thomas Adrián Morejón Cruz

Pablo Pérez Narváez, MBA., Director de Tesis

Tesis de grado presentada como requisito para la obtención del título de

Licenciado en Finanzas

Quito, mayo de 2015

Universidad San Francisco de Quito

Colegio de Administración y Economía

HOJA DE APROBACIÓN DE TESIS

**El impacto en el mercado de valores medido por el aumento de inversión por parte de los
fondos complementarios**

Thomas Adrián Morejón Cruz

Pablo Pérez Narváez, MBA.,
Director de Tesis

Candy Abad, MBA.,
Coordinadora Académica de la
Licenciatura en Finanzas

Thomas Gura, PhD.,
Decano del Colegio de Administración
y Economía

Quito, mayo de 2015

© DERECHOS DE AUTOR

Por medio del presente documento certifico que he leído la Política de Propiedad Intelectual de la Universidad San Francisco de Quito y estoy de acuerdo con su contenido, por lo que los derechos de propiedad intelectual del presente trabajo de investigación quedan sujetos a lo dispuesto en la Política.

Asimismo, autorizo a la USFQ para que realice la digitalización y publicación de este trabajo de investigación en el repositorio virtual, de conformidad a lo dispuesto en el Art. 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior.

Firma: _____

Nombre: Thomas Adrián Morejón Cruz

C. I.: 171705348-0

Fecha: Quito, mayo de 2015

AGRADECIMIENTOS

A mi padre, Giovanni, fiel compañero durante mi carrera universitaria, testigo de mis logros y apoyo en mis fracasos, le comparto todos mis éxitos. A mi madre y a mi hermano, gracias por todo su afecto. A Belén, por darme aliento cuando más lo necesité. A los que nunca se fueron: Sofía y José, gracias por las historias. A mis profesores y un agradecimiento especial a Pablo, gran profesor y amigo, quien me ayudó a realizar este trabajo, gracias por todo el empeño.

RESUMEN

Dos factores convergen para la realización de este trabajo: el bajo nivel de desarrollo del mercado de valores ecuatoriano y la intención de reformar el sistema de seguridad social. Previo a la elaboración de la propuesta formal para el nuevo código laboral, se mantuvieron discusiones que proponían una reforma en el seguro social, específicamente en el fondo de pensiones, el cual podría pasar a ser manejado por administradoras privadas. A partir de allí, nace una posibilidad para desarrollar el mercado de valores ecuatoriano, ya que se tendría una mayor disponibilidad de recursos producto del aumento de inversión. Ante esta situación, el mercado de valores se encontraría ante una inmejorable posición frente al desarrollo, mismo que tendría consecuencias sobre la economía del país. Para medir el impacto, se ha consultado con expertos y se ha analizado la situación del mercado de valores y del Instituto Ecuatoriano de Seguridad social, así como también se ha intentado pronosticar los efectos que tendría el incremento de inversión proveniente de las administradoras de fondos. Se han aplicado teorías y conceptos de economía y finanzas dar un diagnóstico en primer lugar de la situación, y posteriormente pronosticar el impacto de lo que se plantea.

ABSTRACT

Two facts merge at the time of doing this work: the poor level of development of the Ecuadorian capital market and the intention to apply a reform to the social security system. Prior to the formal proposal for the new labor code, discussions had been held about making some changes in the social security, specifically to the pension fund, which could be managed by private institutions. Under that, a whole new possibility emerges to develop the capital market, taking into account that an important amount of money would have passed from the public administrator to private ones. This could bring consequences to the economy of the country, possibly showing an important growth and development. In order to measure the impact, interviews and conversations have been held with experts in the topics and the situation of the capital market and social security (IESS) has been analyzed, that way it was possible to diagnose and forecast the effects that the increase of investment would have in the capital market. Economic and finance theories have been applied to explain all the assumptions and conclusions this investigation throws.

TABLA DE CONTENIDO

Resumen	6
Abstract.....	7
INTRODUCCIÓN AL PROBLEMA.....	10
Antecedentes	11
El problema.....	21
Hipótesis	24
Pregunta de investigación	25
Contexto y marco teórico.....	26
Definición de términos.....	39
Presunciones del estudio	40
Supuestos del estudio.....	40
REVISIÓN DE LA LITERATURA.....	42
Géneros de literatura incluidos en la revisión.....	42
Pasos en el proceso de revisión de la literatura	42
Formato de la revisión de la literatura	43
METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN	45
Metodología	45
ANÁLISIS DE DATOS	47
Origen de los recursos.....	47
El impacto en los bonos del Estado	55
Incremento de emisiones	60
Un mercado de valores desarrollado.....	62
CONCLUSIONES.....	65
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	68
Anexo 1	71

Tabla 1 Capitalización bursátil por país a diciembre 2013	22
Tabla 2 Tipos de Fondos Complementarios Previsionales Cerrados	36
Tabla 3 Composición de portafolios según tipo de fondo	50
Tabla 4 Composición de portafolio según tipo de fondo, en porcentajes.....	50
Tabla 5 Ingresos del Fondo de Invalidez, Vejez y Muerte	53
Tabla 6 Niveles de negociación de los bonos del magisterio	57
<i>Figura 1 Curva de demanda.....</i>	<i>27</i>
<i>Figura 2 Curva de oferta.....</i>	<i>29</i>
<i>Figura 3 Equilibrio de mercado, “Cantidad de bonos corporativos de la empresa X”</i>	<i>30</i>
<i>Figura 4 Inversiones privadas de los Fondos de tipo III</i>	<i>48</i>
<i>Figura 5 Inversiones no privadas para Fondos de tipo III</i>	<i>49</i>
<i>Figura 6 Equilibrio en el mercado de bonos del magisterio.....</i>	<i>58</i>
<i>Figura 7 Efecto una mayor liquidez, en el mercado de bonos del magisterio</i>	<i>59</i>
<i>Figura 8 Monto total de obligaciones por año</i>	<i>47</i>

INTRODUCCIÓN AL PROBLEMA

El mercado de valores ecuatoriano tiene un nivel muy bajo de desarrollo en comparación a otros países de la región. Esto impide que las medianas y pequeñas empresas puedan acceder a fuentes de financiamiento variadas y adaptables a sus necesidades, teniendo que acudir en la mayoría de las ocasiones al tradicional método de intermediación financiera. Dos de las principales razones por las cuales desarrollo del mercado de capitales ha sido lento y casi inexistente durante las últimas décadas son: el alto nivel de aversión al riesgo y la poca liquidez que hay en el mercado de valores.

Dada la situación actual del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y el descontento tanto de afiliados como actores de la política, se ha venido trabajando la idea de revolucionar el sistema de seguridad social en el país, proponiendo en la última reforma del código laboral la posibilidad de que los fondos de pensión (por ejemplo, los fondos complementarios) sean permitidos para la jubilación de los trabajadores e incluso que compitan directamente con el IESS. Si bien la discusión no fue incluida en la propuesta que se envió a la Asamblea, es un tema que abriría una gran oportunidad al mercado de valores de recibir nuevas captaciones, ya que lo anteriormente mencionado provocaría que una importante cantidad de fondos provenientes de las aportaciones de los afiliados sean administrados de manera autónoma por entidades privadas.

Un ejemplo claro es Chile, país donde la implementación del sistema de las AFPs (Administradoras de Fondos de Pensión) logró dinamizar el mercado de valores de aquel país. De esta forma, el mercado de valores ecuatoriano y sus respectivas Bolsas de Valores se encontrarían en una posición inmejorable ante la eventual dinamización que, de producirse,

traería consecuencias positivas frente al anhelado desarrollo, esencialmente: menores costos de financiamiento, mayor número de emisiones y tener un mayor alcance de financiamiento que beneficie a la economía en general.

Antecedentes

El Sistema de Seguridad Social en el Ecuador: Historia

En el Ecuador, la seguridad social fue introducida tardíamente en comparación a la mayoría de países de Latinoamérica, así como el mercado de valores y el sistema previsional, mismos que se tratarán más adelante. La historia de lo que hoy es el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) nace en 1928 mediante el Decreto Ejecutivo No. 018 en el gobierno del Dr. Isidro Ayora. Es entonces que se da creación a la “Caja de Pensiones” también conocida como Caja de Jubilaciones y Montepío Civil, Retiro y Montepío Militares, Ahorro y Cooperativa, institución de crédito con personería jurídica. Esta caja de pensiones era una entidad aseguradora con patrimonio propio, es decir, era diferenciada de los bienes del Estado. El objetivo de la creación de dicha entidad era conceder a los empleados públicos, civiles y militares los beneficios de jubilación, montepío civil y fondo mortuario (IESS, 2014).

Luego en 1935 mediante el Decreto Supremo No. 12 se da la creación del Instituto Nacional de Previsión y se dictó la Ley del Seguro Social Obligatorio, esta Institución tenía como finalidad asegurar que el seguro social sea obligatorio, de igual manera, debía fomentar el seguro voluntario y ejercer el patronato del indio y del montubio. Asimismo, en esta fecha se dio inicio a la labor del servicio médico del seguro social. Ya para el año 1937 se incorpora como un beneficio adicional para los afiliados el seguro de enfermedades. Además, se da la creación de la Caja del Seguro Social (IESS, 2014).

Con el pasar de los años finalmente en 1963 se da la fusión de las cajas, es decir, la Caja de Pensiones y la Caja del Seguro se unieron para así crear la Caja Nacional del Seguro Social. El año siguiente se establecen varios seguros como son: seguro de riesgos del trabajo, seguro artesanal, seguro de profesionales y el seguro de trabajadores domésticos. Posteriormente, en 1968 se dio inicio al plan piloto del Seguro Social Campesino y dos años después se suprimió el Instituto Nacional de Previsión (IESS, 2014). Seguidamente en 1970 mediante Decreto Supremo No. 40 se transformó la Caja Nacional del Seguro Social en el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social-IESS. Consecutivamente, en 1986 se implanta el seguro obligatorio al trabajador agrícola, el seguro voluntario y el fondo de seguridad social marginal a favor de la población con ingresos menores al salario mínimo vital.

En 1991 se da un paso gigante hacia la privatización del seguro social, tras una propuesta del Banco Interamericano de Desarrollo que consistía en separar el seguro de salud del de pensiones y dar el manejo de estos fondos a una institución privada. Sin embargo, tras consulta popular en 1995 se niega la participación del sector privado en el seguro social y en cualquier otra institución en la administración de sus recursos. Consecuentemente, en 1998 la Asamblea Nacional reforma la Constitución Política de la República para así consagrar la permanencia del IESS como única institución autónoma responsable del manejo y administración del Seguro Social Obligatorio (IESS, 2014).

Queda entonces la incertidumbre de cómo habría sido la seguridad social si se hubiera aceptado la propuesta del BID sobre la privatización de los programas de seguros de salud y las pensiones de jubilación generadas por las cuotas obligatorias de los afiliados. ¿Se hubiera generado un sistema previsional privado que funciona de muy buena manera? Cabe indicar

que, en Ecuador existen también los fondos previsionales privados, pero no son más que una previsión justamente, una opción ante colaterales que pueden ocurrir si el IESS pierde capacidad de acción y respuesta.

El constante debate que ha surgido durante los últimos meses alrededor de la situación actual del IESS ha dado lugar a varias propuestas de reforma para la seguridad social. Meses atrás se propuso en el decreto 463 que trataba una propuesta de reforma para la seguridad social, la posibilidad de la obligatoriedad de aporte para los trabajadores independientes. La idea no fue vista con buena cara por la gran mayoría del sector correspondiente, por lo que no tuvo la suficiente acogida y no entró en rigor. De hecho, la propuesta de los fondos previsionales como alternativa a la seguridad social obligatoria tampoco se envió formalmente, pero el posible impacto que hubiera tenido es lo que se trata de explicar en este documento. El tema de Chile y los fondos previsionales son un ejemplo muy claro a la hora de darle un cuerpo a este trabajo y por esta razón se los trata a continuación.

Sistema de Seguridad Social en Chile

Para realizar este estudio, es indispensable analizar el caso de la seguridad social privado de países que ya lo tengan adoptado. El modelo de seguridad social chileno ha sido históricamente un caso de estudio a nivel internacional, algunos países latinoamericanos y europeos incluso han adoptado este modelo o parte de él ya que ha demostrado tener un funcionamiento eficiente desde su implementación. El sistema previsional que utiliza Chile resultó de una serie de reformas y transformaciones de la seguridad social a lo largo de la historia, misma que se resume a continuación. Este proceso tomó mucho tiempo, atravesó

varios gobiernos y se realizaron estudios de gran magnitud para tener los resultados que se evidencian hoy en día.

“El sistema previsional chileno tiene como fin principal garantizar derechos y mínimos sociales a las personas que desarrollen su vida laboral en Chile, en caso que esta se viera interrumpida por algún tipo de contingencia, tal como enfermedad, cesantía, vejez, invalidez o sobrevivencia, es decir, que le impida seguir generando recursos para su sustento y el de su familia” (Subsecretaría de Previsión Social, 2015).

Influenciado por los acontecimientos sociales que convulsionaron a Europa a finales del siglo XIX, Chile fue uno de los primeros países latinoamericanos en implantar un sistema general y obligatorio de Seguridad Social. En este marco, entre 1920 y 1924, se dio origen a la promulgación de las llamadas “leyes sociales”, destinadas a otorgar mayor protección a los trabajadores (EPC, 2012). Tras una serie de debates y estudios realizados, se efectúa en 1980 la reforma previsional en la cual se diseñó el nuevo sistema de fondos de pensiones que sigue vigente hoy en día mediante la Ley N° 3500 de la seguridad social. En él, se establece que la seguridad social iba a ser administrada por entidades privadas de capitalización individual, las cuales recibirían posteriormente el nombre de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).

Administradoras de Fondos de Pensiones - AFP

Por definición, las AFP son instituciones financieras privadas (Sociedades Anónimas) encargadas de administrar los fondos y ahorros de pensiones de las cuentas individuales por medio de un Fondo de Pensión (AAFP, 2015). Estas pueden realizar sus inversiones tanto en

créditos directamente con sus afiliados como en los respectivos instrumentos de renta fija y renta variable que estén autorizados por el Banco Central de Chile, la Superintendencia de AFP y los señalados expresamente en la ley. En el caso de que una AFP entre en quiebra, los afiliados no pierden su dinero, sino que los montos se transfieren a otra AFP sin problema alguno, explicando el hecho de que el patrimonio de las AFP es independiente del Fondo de Pensión general. Si bien la elección de la AFP en la cual quieren los afiliados aportar es totalmente voluntaria, el pago es obligatorio. Es decir, todo trabajador dependiente en Chile debe obligatoriamente (opcional para los independientes) estar afiliado y ser parte de una AFP registrada en la CIEDESS (Corporación de Investigación, Estudio y Desarrollo de la Seguridad Social).

Una característica fundamental de las AFP es que el dinero que invierten los afiliados es para siempre de propiedad de los mismos. A diferencia de un sistema de seguridad público obligatorio, en el que el dinero pasa a ser administrado por el Estado (o la institución representativa) en capitalizaciones conjuntas, las pensiones de los afiliados y el retiro de su dinero está totalmente garantizado una vez que se haya cumplido con los requisitos legales para pensionarse (Subsecretaría de Previsión Social, 2015). A continuación se resumen los puntos más importantes a tomar en cuenta a la hora de entender este sistema:

- El afiliado es dueño de los fondos acumulados en su cuenta de capitalización individual.
- La AFP sólo cobrará comisión de administración cuando se generen movimientos en la cuenta de capitalización individual del afiliado.

- Las AFP están autorizados por la ley a invertir los fondos de pensiones en el mercado nacional e internacional.
- Las utilidades de las inversiones pueden generar rentabilidad positiva o negativa, lo que afecta a los fondos previsionales de los afiliados.

Las cuentas individuales de los afiliados se alimentan a lo largo de la vida del mismo y conforman sus planes de pensión a futuro junto con los rendimientos financieros que se obtengan en el fondo. Como se mencionó anteriormente, las AFP son entidades sin fines de lucro, pero sí cobran comisiones que les permiten sostenerse. Dependiendo de la comisión y la rentabilidad que ofrezcan, el afiliado decidirá cuál AFP es la de mayor conveniencia.

La Superintendencia de Administradoras de Pensiones, bajo dependencia del Ministerio del Trabajo, es el organismo encargado de controlar que se cumplan los niveles mínimos de capital y rentabilidad.

El dinero aportado a los fondos previsionales no se efectúan solo de parte de los trabajadores, sino también de los empleadores. Antes de la gran reforma de 1981, el aporte de los trabajadores no superaba el 10 por ciento de la remuneración, mientras que la tasa promedio de los aportes a cargo del empleador superaba el 20 por ciento. Para los meses inmediatos a la reforma, el porcentaje de los trabajadores casi se triplicó, llegando a 26 por ciento (CNC, 2005).

El régimen actual admite distintos tipos de pensiones de retiro (CNC, 2005):

- ✓ Contratación de renta vitalicia
- ✓ Retiro programado: de acuerdo al saldo acumulado a lo largo de la vida del afiliado
- ✓ Renta temporal con renta vitalicia diferida

- ✓ Pensiones anticipadas: máximo hasta cinco años, es decir desde los 60.
- ✓ Pensión mínima: esta es garantizada por el Estado cuando los fondos acumulados no tienen la capacidad de financiar el valor mínimo de pensión según la normativa.

Si bien este sistema ha logrado brindar coberturas adecuadas para los trabajadores chilenos (y aquellos independientes que aportan voluntariamente), se han presentado problemas y actualmente uno de ellos es la alta tasa de morosidad que existe. Según datos mostrados por la Biblioteca del Consejo Nacional de Chile (2013), el 35% del total de los afiliados a las AFP no han aportado en sus cuentas individuales por más de un año. Esto es un tema que preocupa ya que los elevados rendimientos que se han obtenido en valores del sistema financiero y de capitales pueden no satisfacer las pensiones de jubilación que al principio de los aportes se estableció.

El sistema de las AFP tuvo directa influencia en el desarrollo del mercado de valores chileno. Tras un considerable tiempo bajo este régimen, las AFP lograron contribuir al desarrollo de este mercado, permitiéndose incluso invertir fuera del país. “Con las inversiones en el exterior, las AFP buscan alcanzar dos objetivos: disminuir los niveles de riesgo a través de la diversificación y acceder a mercados con mayor liquidez” (Arrau, 2005). Esto sentó un precedente histórico en la región, ya que para ese entonces, ninguna de las instituciones reguladoras de los respectivos países permitían tal cosa. Este hecho logró demostrar que no necesariamente se debe ver afectada la producción nacional a partir de esto, teniendo a pesar de eso una mayor liquidez en el mercado de valores haciendo que un mayor número de empresas participen en el mercado como emisores.

Con los antecedentes del sistema previsional ecuatoriano y chileno, se tiene una base que sirve para entender los supuestos del estudio presente. Una vez que se entiende su funcionamiento y organización, se podrá comprender mejor los datos que se presenten posteriormente sobre los fondos y administradoras de fondos.

El mercado de Valores en el Ecuador

Al igual que el mercado financiero, el mercado de valores es un espacio económico donde se encuentran emisores (oferentes) e inversionistas (demandantes) con el objetivo de capturar recursos financieros mediante la compra y venta de instrumentos financieros. De la misma manera que un banco receipta el dinero de una persona que dispone de ahorros para prestar a una persona que los necesita; en el mercado de valores los participantes se encuentran para coordinar la intermediación financiera con algunas diferencias con respecto a la financiación tradicional.

En primer lugar, se lleva a cabo la negociación de una manera más directa. En el espacio físico o virtual de una bolsa de valores, las empresas ofrecen sus valores o títulos de renta fija y variable emitidos directamente a aquellas personas que los quieran adquirir. De esta manera, la transacción es más rápida y se sabe a ciencia cierta quién es el poseedor de la deuda. En segundo lugar, hay ventajas de costos. Las personas que acuden a una bolsa o casa de valores para negociar instrumentos financieros no deben sino pagar pequeñas comisiones a los corredores o comisionistas de bolsa por su servicio prestado. De la misma manera, las empresas pagan estos montos mínimos en lugar de recurrir al pago de altas tasas de interés que rigen en el sistema financiero. Sin embargo, dos factores que ahuyentan muchas veces a los inversionistas es que las inversiones en este mercado conllevan un mayor riesgo, ofreciendo

primas de rendimiento (mayores tasas de interés para el que invierte) por sobre las que se ofrecen en el sistema bancario.

Mientras que en todos los países económicamente desarrollados y la mayoría de los que estaban en vías de desarrollo (antiguamente llamados “de tercer mundo”) ya tenían conformado un mercado de valores abierto, la formalización del mismo en el Ecuador tardó mucho tiempo en llegar. No fue sino hasta 1969 que, durante el gobierno de José María Velasco Ibarra, se expide la Ley No. 111 que faculta el establecimiento de bolsas de valores tanto en Quito como en Guayaquil como compañías anónimas (BVQ, 2015), las cuales se regirían por las normas de la Ley de Compañías bajo el control de la Superintendencia de Compañías. En el inicio de ambas bolsas, el mercado de valores tuvo que atravesar problemas de orden legal y dificultades de acceso al mercado, razones que impidieron el involucramiento deseado del sector privado (Real, 2012). Por esta razón, las operaciones de las bolsas en un inicio giraron alrededor de títulos emitidos por el sector público. Evidentemente, la situación ha cambiado en la actualidad. Para enero de 2015, el 67% del monto total negociado en el mercado de valores nacional corresponde a instrumentos del sector privado (90% de esa porción corresponde a renta fija).

Históricamente, ha habido una disputa sin fin entre los grandes agentes bancarios y los representantes del mercado de valores ecuatoriano. La actual Ley del Mercado de Valores fue promulgada en 1998, pero no fue codificada sino hasta el año 2006, apenas nueve años atrás. “Dicha ley fue elaborada en función de intereses bancarios de ese entonces, con problemas de conflicto de intereses, carencia de prácticas de buen gobierno corporativo, así como la inobservancia de la mayoría de estándares internacionales...” (Real, 2012). Tal situación dejó

expuesto al mercado de valores a organismos de regulación débiles y dificultades serias para desarrollarse de manera propicia. Esta es una de las razones por las que en discusiones de carácter financiero se habla de “un mercado de valores en pañales”. Si lo comparamos con mercados como los de Estados Unidos o Europa, la situación es crítica, pero aun comparando con el país vecino, Colombia, el retraso es notable.

Panorama actual

Actualmente en el Ecuador existen dos bolsas de valores: la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) y la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) que se definen como corporaciones civiles sin fines de lucro, mismas que cuentan con 33 y 27 casas de valores respectivamente como socios de cada bolsa.

Con el objetivo de beneficiar tanto a inversionistas como a las empresas del sector privado en especial mediante el impulso del desarrollo integral del mercado de valores, el pleno de la Asamblea Nacional aprobó en segundo debate el proyecto de Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (El Telégrafo, 2014). La normativa fue iniciativa del Presidente de la República, Rafael Correa, con el fin de que el mercado de valores sea protagonista del “cambio de la matriz productiva”, eje de la actual administración. La idea es que el mercado de valores canalice los recursos financieros hacia las actividades productivas, a través de la negociación de valores en los segmentos bursátil y extrabursátil, teniendo como destino no solo a las grandes empresas sino llegar también a las micro y pequeñas empresas.

Con este objetivo, se crea la Junta de Regulación del Mercado de Valores, perteneciente a la Función Ejecutiva. Esta junta será la encargada de dictar las normas de

funcionamiento, así como también de regular el mercado y perseguir los principios que se establecen en la mencionada Ley. Uno de los motivos por los cuales el nivel de inversión en este mercado es bajo se debe a la percepción de riesgo que tienen los ecuatorianos en general ante los valores e instrumentos que en él se ofrecen. Por esta razón, la Junta “crea una contrapartida central con el objeto de mitigar los riesgos existentes por incumplimiento de las obligaciones en efectivo y de instrumentos financieros derivados que se negocien en el mercado de valores” (El Telégrafo, 2014).

Como dos puntos adicionales de importancia sobre la Ley están la emisión de valores mixtos y el nuevo rol de la Superintendencia de Compañías. La posibilidad de emitir valores mixtos se refiere especialmente a las inversiones en proyectos inmobiliarios. Nuevamente, con el fin de incrementar la productividad elevando la inversión en esta industria, se propone que los inversionistas interesados reciban una renta fija preestablecida y a su vez una parte variable en función de los resultados del proyecto inmobiliario. Sobre el rol de la Superintendencia de Compañías, se establece que ésta ejerza funciones de vigilancia, auditoría, intervención y control, siendo a su vez la Institución que autorice las ofertas públicas de valores.

El problema

La presente investigación responde a discusiones que hubo en los pasados meses referentes a la reforma de la seguridad social en el país. Los efectos se pueden medir desde una infinidad de campos, pero es el impacto en el mercado de valores el que ha capturado la atención de algunos financieros tanto en el ámbito académico como profesional. Esencialmente, son dos los causales de esta investigación: el problema demográfico en el Ecuador que proyecta inconvenientes de carácter demográfico del IESS y el bajo grado de desarrollo que tiene el

mercado de valores en el país. Estos, fusionados, dan nacimiento a la necesidad de investigar sobre el impacto que la reforma, de haberse enviado la propuesta en el código laboral, hubiese tenido.

En primer lugar, es conveniente describir las razones por las cuales se considera que el mercado de valores ecuatoriano tiene un “bajo grado de desarrollo”. Si bien Ecuador fue uno de los primeros países en América Latina en establecer una bolsa de valores, el mercado fue retrocediendo con el pasar de los años, a tal punto que en la actualidad es uno de los mercados más incipientes de la región (Arosemena, 1995). Algunos de los indicadores que sirven para medir el desarrollo de un mercado de valores son: capitalización del mercado (acciones y bonos)/PIB, cantidad de empresas que cotizan en bolsa, valor total transado/PIB, el turnover (en el caso de las acciones) y la volatilidad de los retornos (Levine. R, 1998). Es prudente realizar una comparación de estos indicadores entre Ecuador y países de la región de similares condiciones económicas y sociales como Perú y Colombia, por ejemplo. En el caso de la capitalización bursátil, estos son los datos en millones de dólares para la mayoría los países de América Latina:

Tabla 1
Capitalización bursátil por país a diciembre 2013

Millones USD					
	País	Doméstica	Extranjera	Total	Variación %
1	Brasil	\$ 1,227,447	\$ 5,419	\$ 1,232,866	0.2
2	México	\$ 525,057	\$ 292,783	\$ 817,840	29.8
3	Argentina	\$ 34,255	\$ 436,508	\$ 470,763	25.7
4	Chile	\$ 313,225	\$ 20,964	\$ 334,189	14.9
5	Colombia	\$ 262,101	\$ 11,810	\$ 273,911	31.4
6	Perú	\$ 102,617	\$ 50,637	\$ 153,254	26.1

7	Venezuela	\$ 25,301	\$ -	\$ 25,301	371.8
8	Panamá	\$ 12,453	\$ -	\$ 12,453	17.4
9	El Salvador	\$ 10,898	\$ -	\$ 10,898	2.3
10	Ecuador	\$ 5,911	\$ -	\$ 5,911	-0.6
11	Bolivia	\$ 4,445	\$ -	\$ 4,445	7.6
12	Costa Rica	\$ 2,039	\$ -	\$ 2,039	36.1
13	Uruguay	\$ 134	\$ -	\$ 134	-20.2

Notas - La variación se calcula entre los años 2012 y 2013

Fuente y elaboración: Federación Iberoamericana de Bolsas

Además de ser el décimo dentro de este ranking, lo que llama la atención es que Ecuador es el único país junto a Uruguay que registra una variación negativa de un año para otro en cuanto a capitalización bursátil. Ahora, si se divide la capitalización bursátil para el PIB del mismo año, se obtiene un valor del 72% y 77% para Colombia y Perú respectivamente, mientras que para Ecuador este valor alcanza apenas el 8%. Se debe tomar en cuenta que los valores mostrados en la tabla anterior corresponden a la suma de todas las bolsas de cada país.

Otro indicador importante del desarrollo del mercado de valores es la cantidad de empresas que cotizan en bolsa. Según datos del Banco Mundial (2015), las compañías nacionales que cotizan en bolsa en al cierre del ejercicio 2014 en Ecuador fueron 45, mientras que en Perú y Colombia fueron 213 y 86 respectivamente. Esto muestra claramente que el sector de la desintermediación financiera todavía es muy limitado, no existe mayores volúmenes de negociación por lo que los valores en este mercado se vuelven muchas veces ilíquidos. No es común saber de poseedores de títulos que estén buscando negociarlos abiertamente, sino que se los ve usualmente como inversiones a largo plazo y se los utiliza como un instrumento de ahorro.

El estancamiento que vive el mercado de valores en el Ecuador y consecuentemente sus bolsas, estuvo a punto de experimentar una oportunidad única de desarrollo. Ante el anuncio de la reforma del código laboral hecho en noviembre del pasado año, hubo discusiones en cuanto al quinto eje del paquete de reformas, aquel que habla sobre la “universalización de la seguridad social”.

Si bien el punto principal de este eje era lograr que las amas de casa se afilien al seguro social, se analizaron paralelamente de manera superficial algunas otras posibilidades. Una de ellas fue una propuesta para que los fondos complementarios pasen a captar parte del dinero que recibe el fondo de pensiones del IESS. De esta manera, los fondos correspondientes a los planes de jubilación iban a poder ser manejados por entidades privadas, algo parecido a lo que pasa en Chile con las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Carmen Corral, ex superintendente de bancos y experta en seguridad social, estima que aproximadamente un 13% del dinero actual del fondo de pensiones del seguro social pasaría a ser administrado por los fondos complementarios que, de haberse tomado en cuenta la propuesta, dejarían de ser complementarios para competir directamente con el IESS.

Hipótesis

- El aumento de inversión en el mercado de desintermediación financiera provocará una dinamización del mercado de valores siendo el primer mercado en verse beneficiado el de los bonos del Magisterio ecuatoriano.
- El mercado de valores incrementará su grado de desarrollo, así como también la economía del país.

Preguntas de investigación

A través de este estudio se espera evaluar el impacto que tendría el aumento de inversión, proveniente de fondos complementarios (o administradoras de fondos) sobre el mercado de valores ecuatoriano. Se espera mediante la investigación responder la siguiente pregunta:

- ¿Cómo y hasta qué punto sería el impacto en el mercado de valores ecuatoriano si administradoras de fondos de pensión lograrían captar parte del dinero del fondo de pensión del IESS?
- ¿Qué consecuencias traería una mayor disponibilidad de recursos al mercado de valores ecuatoriano?
- ¿Cómo afectaría el desarrollo del mercado de valores a la economía del país?

Objetivos

Objetivo principal

Como objetivo principal se plantea demostrar si una importante inyección de liquidez en el mercado de valores ecuatoriano provocaría verdaderamente algún impacto, medido por indicadores bursátiles de desarrollo.

Objetivos secundarios

Para poder cumplimentar el objetivo principal de este estudio, se plantean algunos objetivos secundarios:

- Analizar la cantidad de nuevos fondos que serían dirigidos hacia la desintermediación financiera.

- Determinar qué productos e instrumentos financieros tendrían un mayor nivel de transaccionalidad.
- Evaluar la posible dinamización del mercado de valores a partir de los supuestos del estudio.
- Evaluar si existirían nuevos emisores en el mercado de valores.

Contexto y marco teórico

Para tener una mayor comprensión de este estudio, es fundamental entender algunos principios y conceptos básicos de economía y finanzas, como las leyes de demanda y oferta, el ahorro y la inversión. Adicionalmente, se describirá cómo funcionan los fondos previsionales en el Ecuador y se mostrará cómo se desarrolla la seguridad social en Chile con las Administradoras de Fondos de Pensión

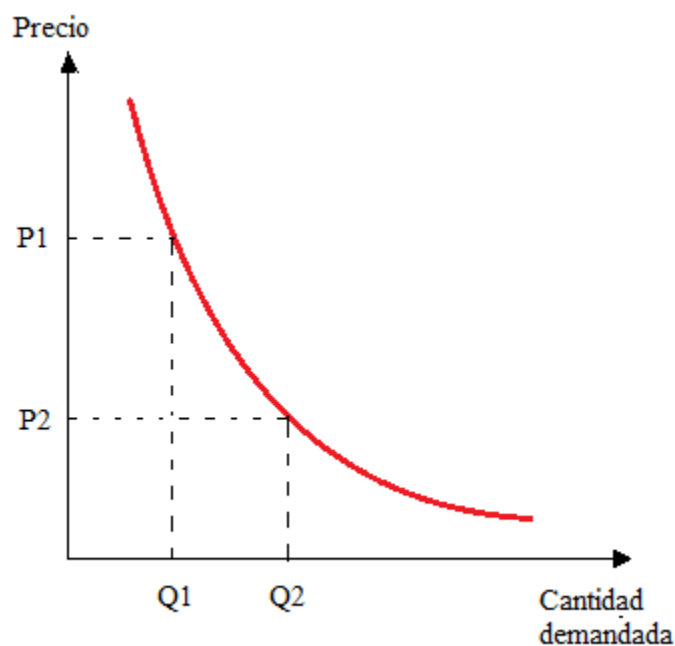
Leyes de mercado: oferta y demanda

“Las dos caras de cada transacción que se realiza en el mercado se denominan oferta y demanda” (Schiller, 2007), por lo que es fundamental para el desarrollo de este estudio la comprensión de dichos conceptos, saber cómo funcionan y cuáles son sus componentes. El principal supuesto de esta investigación es que la demanda de títulos y valores del mercado de valores aumentará a raíz de una mayor disponibilidad de recursos en este mercado como consecuencia de un incremento de la inversión de los fondos de pensión. Por esto, es conveniente empezar por explicar la demanda.

En una economía de mercado, se debe estar dispuesto a pagar por las cosas que se desean. En concreto, “solo existe una demanda si una persona está dispuesta a pagar por el bien o servicio y puede pagarlo” (Schiller, 2007). Tanto un individuo como un gobierno o

compañía tienen la necesidad e intención de adquirir un conjunto de bienes y servicios, mismos que componen su demanda. Por lo tanto, “la demanda es una expresión de las intenciones de compra del consumidor, de su disposición a comprar, no una indicación de las compras reales” (Schiller, 2007). A partir de ello, se puede obtener la curva de demanda, que representa gráficamente la tabla de demanda, útil instrumento para resumir las intenciones de compra. Esencialmente, la información que se puede obtener a partir de una curva de demanda es el precio que se debe pagar por una cierta cantidad demandada, o viceversa. El gráfico siguiente evidencia la ley de la demanda, que establece la relación inversa entre el precio y la cantidad demandada.

Figura 1. Curva de demanda



Según Bradely Schiller, los determinantes de la demanda son:

- Los gustos

- La renta
- Otros bienes (su disponibilidad y precio)
- Las expectativas
- El número de compradores

Una vez explicada la demanda individual, se puede exponer la definición de demanda agregada, la cual se estará tratando en este estudio. “La demanda agregada se refiere a la cantidad que gastarán los consumidores, las empresas y los gobiernos, dados los precios, las rentas y otras variables económicas” (Samuelson, 1986). De esta manera, la demanda agregada mide el gasto total de todas las entidades de una economía. En cuanto a los determinantes, son los mismos que influyen sobre la demanda individual pero a nivel macroeconómico.

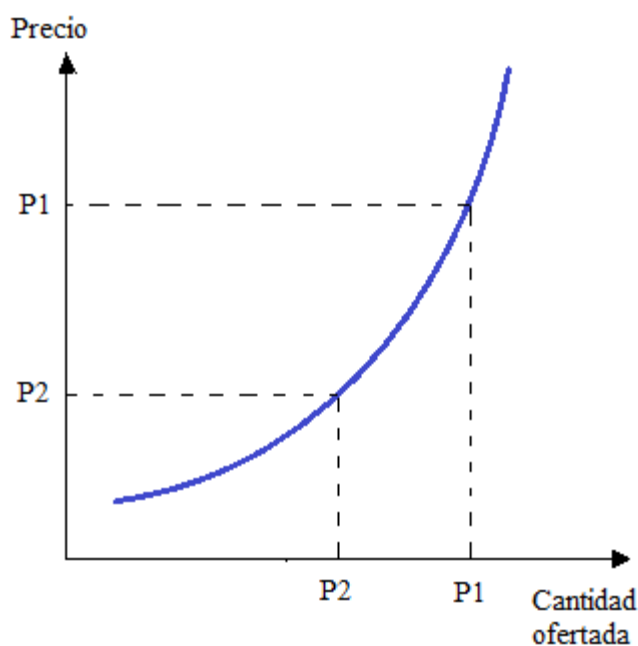
Si se podría saber con exactitud –algo que no es posible- la cantidad demandada de cada bien y servicio de una economía, no se podría predecir cuánto se venderá. Si se desea saber las cantidades y precios de los bienes y servicios disponibles, se debe entender la oferta de mercado. Para explicarlo en los mismos términos, “la oferta del mercado es una expresión de las intenciones de los vendedores, de su capacidad y disposición a vender, no de las ventas reales” (Schiller, 2007). Así como la demanda, la oferta también tiene sus determinantes, entre los cuales se encuentran, según Schiller, los siguientes:

- La tecnología
- El costo de los factores
- Otros bienes
- Los impuestos y las subvenciones

- Las expectativas
- El número de vendedores

A diferencia de la demanda, la curva de oferta tiene pendiente positiva, lo que indica que, cuanto más altos son los precios, mayores cantidades se ofrecen. Esto define la ley básica de la oferta: la producción (cantidad ofertada) solo aumentará si los precios son más altos (Schiller, 2007). La curva de oferta luce así.

Figura 2. Curva de oferta

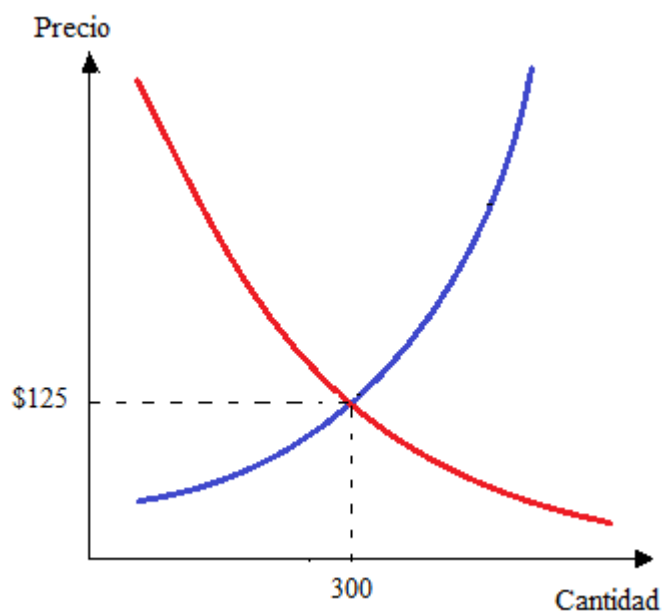


En tanto, “la oferta agregada se refiere al volumen de producción que fabricarán y venderán las empresas dados los precios vigentes, la capacidad productiva y los costos” (Samuelson, 1986). Claramente se desprende claramente que la oferta agregada depende mucho de la cantidad y calidad de los factores productivos y la eficiencia con la que se los utiliza. Como se vio en la oferta individual de mercado, los determinantes son los mismos, aunque hoy en día la tecnología es quizás el factor que más influye en la oferta agregada.

Equilibrio, escasez y excedente

En el punto del gráfico en el que las curvas de oferta y demanda se cruzan, se da el equilibrio de mercado, momento en el cual las intenciones de compradores y vendedores convergen. El equilibrio de mercado indica que “solo hay un precio y una cantidad compatibles con las intenciones tanto de los compradores como de los vendedores” (Blanchard, 2011). El precio y la cantidad de equilibrio es determinado por la conducta colectiva de todos los actores del mercado, cada uno actuando con su propia tabla y curva de oferta y demanda (Schiller, 2007). Cada bien y cada servicio en una economía tienden a quedarse en el equilibrio según la teoría económica. No es la excepción para las acciones y los bonos que se intercambian en el mercado de valores, como se verá más adelante. A continuación se muestra un ejemplo ilustrativo de equilibrio en el mercado de bonos corporativos de la empresa X.

Figura 3. Equilibrio de mercado, “Cantidad de bonos corporativos de la empresa X”



Como se puede observar, las curvas de demanda y oferta intersectan en el punto en el que el precio de los bonos de la empresa X es de 125 dólares y su cantidad es 300. Dichas cifras reflejan el equilibrio en ese mercado. Para un caso en el que alguien quiera, por ejemplo, comprar un bono de la empresa X en \$100, la cantidad demandada sería mucho mayor que la ofrecida, provocando escasez en el mercado. Por el contrario, si se toma como ejemplo un precio de \$150, la cantidad ofertada sería bastante mayor que la ofrecida, ocasionando un excedente en ese mercado (Blanchard, 2011). En ambas situaciones, el mercado se encontraría en desequilibrio, lo cual, según las teorías descritas anteriormente, debería regularizarse a corto plazo y desplazarse a lo largo de las curvas hasta encontrar nuevamente el equilibrio.

Ahorro e inversión

Al igual que la demanda y la oferta, en las cuales se empezó por explicar lo individual, se explicará el ahorro. “El ahorro es aquella parte de la renta que reciben las economías (después de pagar impuestos) y que no dedican a bienes de consumo en el mismo período” (Uxó, 2003). William Nordhaus explica que al final, toda la renta se traduce en consumo o inversión, el ahorro es temporal. Además de este motivo, “el ahorro puede obedecer también a un deseo de crear y mantener un determinado nivel de riqueza (Uxó, 2003), lo cual permite mitigar de cierta manera el riesgo de la incertidumbre sobre los ingresos en el futuro.

Existen principalmente, según Samuelson (1986), tres determinantes del ahorro: la renta, la riqueza y el tipo de interés. En un mismo período, la suma del consumo y el ahorro debe ser igual a la renta. Es bastante común que los ricos ahorren más que los pobres, tanto en cantidades absolutas como porcentuales. Es más, muchas veces no solo que los pobres (y también alguna parte de la clase media) no pueden ahorrar nada, sino que desahorran, es decir,

gastan anualmente más de lo que ganan y cubren la diferencia endeudándose (Samuelson, 1986). La riqueza también juega un papel importante en el ahorro. Generalmente, las riquezas son acumuladas por las familias y los entes económicos para poder utilizarla en tiempos de escasez de renta, como se mencionó anteriormente. Por esta razón, si se produce un incremento inesperado de riqueza, es lógico pensar que el ahorro se reducirá mientras que el consumo aumentará (Uxó, 2003). Del mismo modo, “cuando la riqueza de las familias se ve disminuida, aumentarán el ahorro para reconstruir sus posibilidades de consumo futuro” (Uxó, 2003).

Para objeto de este estudio, es importante entender al ahorro desde un punto de vista macroeconómico. Gracias al ahorro, se pueden financiar las inversiones que dan lugar a distintos tipos de capital, como activos productivos, infraestructuras, capital humano, etc. (Uxó, 2003). Esto permite que la economía produzca y se asegure un adecuado nivel de crecimiento económico. Es aquí cuando el ahorro se convierte en inversión para impulsar la economía de un país. La inversión desempeña tres funciones en macroeconomía: producción, empleo y acumulación de capital (Samuelson, 1986). El único ahorro que no se traduce en inversión es la acumulación de dinero en efectivo sin depositar en las instituciones financieras. Ya sea que una persona o institución decida invertir en proyectos puntuales o guardar el dinero en el banco, ambas serán decisiones de inversión. Sin embargo, según grandes economistas como Frederick Mishkin y Paul Samuelson, las decisiones de ahorro e inversión son independientes.

El sistema financiero

El papel que desempeña el sistema financiero en una economía avanzada es fundamental a la hora de canalizar el ahorro nacional (Uxó, 2003).

Los mercados financieros ejecutan la función económica esencial de canalizar los fondos de las familias, las empresas y los gobiernos que han ahorrado sus excedentes al gastar una cantidad menor de su ingreso, a aquellos que tienen un déficit de fondos porque han gastado una cantidad mayor a sus ingresos (Mishkin, 2008).

El concepto anterior define de muy buena manera lo que es intermediación financiera. La intermediación financiera involucra el proceso de financiamiento indirecto y es la ruta principal para la movilización de los fondos de los prestamistas a los prestatarios (Mishkin, 2008). Los actores de la intermediación financiera son varios y se dividen de acuerdo al tipo de mercado, ya sea de dinero o de capitales. El mercado de dinero es un mercado financiero en el cual tan solo se negocian instrumentos de deuda a corto plazo mientras que el mercado de capitales es aquel en el cual se negocian deudas a largo plazo e instrumentos de capital contable (Mishkin, 2008). Los mayores representantes del mercado de dinero son los bancos, y del mercado de capitales, las bolsas de valores.

Por el lado del financiamiento, Frederick Mishkin detalla ocho hechos que describen la realidad de los mercados e instituciones financieras (Mishkin, 2008):

1. Las acciones no son la fuente más importante de financiamiento externo para los negocios.
2. La emisión de deudas y de valores de capital contable negociables no es la principal forma en la cual los negocios financian sus operaciones.

3. El financiamiento indirecto, que implica las actividades de los intermediarios financieros, es mucho más importante que el financiamiento directo.
4. Los intermediarios financieros, en particular los bancos, son la fuente más importante de fondos externos que se usa para financiar los negocios.
5. El sistema financiero está entre los sectores más fuertemente regulados de la economía.
6. Tan solo las grandes y bien establecidas corporaciones tienen fácil acceso a los mercados de valores para financiar sus actividades.
7. El colateral es un rasgo prevaleciente de los contratos de deudas tanto para las familias como para los negocios.
8. Los contratos de endeudamiento suelen ser documentos legales sumamente complicados que imponen restricciones sustanciales sobre el comportamiento del prestatario.

Profundización financiera y la situación en Ecuador

La actividad financiera, es decir, el uso de productos y servicios financieros, es un fiel reflejo del desarrollo de la economía mundial. La profundización se mide por el alcance y la penetración que tiene el sistema financiero en la economía de un país (Arrau, 2005). Ecuador ha hecho esfuerzos durante las últimas décadas para mejorar los índices de profundización financiera poniendo especial atención al desarrollo del sistema bancario, no así con el mercado de valores. “En la actualidad, la penetración de los servicios financieros en el país es del 45.3% del Producto Interno Bruto (PIB) cuando el promedio de América Latina se aproxima al 80.2% gracias al acertado crecimiento de Panamá, Chile y Honduras (ABPE, 2014)”. Pero la profundización no solo está descrita por el alcance y cobertura del sistema financiero, sino

por la creación de nuevos productos y el desarrollo de nuevas alternativas de financiamiento, lo cual involucra directamente al mercado de valores y todos sus participantes: emisores, inversionistas individuales e institucionales, casas de valores, calificadoras de riesgo e instituciones reguladoras.

Fondos previsionales en el Ecuador

Existen varias clases de fondos en el Ecuador, siendo los fondos complementarios previsionales cerrados los más comunes, de los cuales se hablará en este trabajo. Como su nombre lo indica, estos fondos tienen la función de actuar como una previsión al seguro obligatorio público, convirtiéndose en complemento voluntario de la seguridad social. Según el Artículo 1 de las Normas Generales Para las Instituciones del Sistema de Seguridad Social, las cuales son elaboradas por la Superintendencia de Bancos y Seguros, los fondos complementarios previsionales cerrados (FCPC's) "se integran con el patrimonio autónomo constituido a favor de los partícipes... para mejorar la cuantía o las condiciones de las prestaciones correspondientes al seguro general obligatorio, a través del ahorro voluntario de sus afiliados..." (SBS, 2014). El origen de los fondos depositados en los FCPC's pueden venir ya sea de sus ingresos a partir de su relación laboral con instituciones públicas, privadas o mixtas, o de un gremio profesional u ocupacional.

Hay cinco tipos de fondos complementarios, los cuales están clasificados en función del volumen de sus activos. Según la resolución 504 de la Superintendencia de Bancos y Seguros, la clasificación va como sigue:

Tabla 2**Tipos de Fondos Complementarios Previsionales Cerrados**

TIPO DE FONDO	MONTO DE ACTIVOS EN USD
TIPO I	1 - 1,000,000.00
TIPO II	1,000,001.00 - 5,000,000.00
TIPO III	5,000,001.00 - 10,000,000.00
TIPO IV	10,000,000.00 en adelante

Los FCPC's tienen algunas características comunes y reglamento general, establecido desde luego por el ente regulador de las instituciones financieras en el país, la SBS. En los artículos 4, 5 y 6 de las Normas Generales para los Fondos Previsionales se establece respectivamente que:

- “Los FCPC's son de beneficio social y sin fines de lucro, tienen el carácter de privados y se administran a través de un patrimonio autónomo diferente e independiente de los fondos de instituciones públicas.
- Los FCPC's podrán ofrecer uno o más planes previsionales en las áreas que comprende el seguro general obligatorio o en aquellas que no estén cubiertas por éste, siempre y cuando se tenga el sustento técnico y los debidos estudios económicos.
- Para constituir un fondo complementario se requiere de la expresión de la voluntad de las personas que libremente deciden hacerlo y que tienen relación de dependencia con las instituciones bajo las cuales se constituya el fondo; o, que pertenezcan a un gremio profesional u ocupacional.... (SBS, 2014)”

Bajo estos lineamientos, se puede entender claramente que la función de estos fondos es únicamente ser previsión de la seguridad social obligatoria, su aporte es totalmente voluntario y en ningún momento el objetivo es obtener lucro. Si bien los fondos son utilizados para invertir en los mercados financieros (la inversión en el mercado de valores es prácticamente nula), los títulos que se negocian son de riesgo muy bajo y como consecuencia ofrecen rendimientos muy bajos.

En la actualidad, existen 67 FCPC's en el país, de los cuales 47 de ellos están ubicados en Quito, nueve en Guayaquil, ocho en Cuenca y tres en Portoviejo. Siendo Guayaquil la capital comercial y financiera del país, cabe explicarse el porqué de esta composición, siendo la razón sencilla: el aparataje público. Al ser Quito la capital gubernamental, es allí donde se ubican las sedes de los ministerios, los grandes organismos de control estatal y empresas públicas. Para finales de 2013, la cifra de empleados públicos ascendió a 499 mil (El Hoy, 2013), que si se compara con los 6 millones y medio de personas que conforman la población económicamente activa (El Telégrafo, 2013), representa casi un 8% del total. Es decir, de cada cien personas activas laboralmente, ocho trabajan en instituciones del sector público. Dicho esto, se puede explicar por qué el 70% de los FCPC's se encuentran ubicados en Quito.

Recientemente el Presidente de la República Rafael Correa sostuvo que, apenas diez de los fondos complementarios tienen capital estrictamente privado, mientras que 54 de ellos (tres fueron creados desde entonces) se crearon gracias a dinero proveniente del Estado “para favorecer al sector privado”. Este tema que ha sido objeto de discusión en muchos medios de comunicación y espacios de debate, no lo será en este estudio. El objetivo es resaltar el hecho

de que la gran mayoría del dinero depositado en los FCPC's proviene de los salarios de empleados públicos.

Significado del estudio

Muchos funcionarios del gobierno, incluidos el Presidente de la República y la Presidenta de la Asamblea Nacional, Gabriela Rivadeneira, sostienen y defienden la solvencia del IESS, esto se origina por los cuestionamientos a la sustentabilidad del Instituto de Seguridad Social. Si a esto se le incorpora el problema de la contracción demográfica que afectará a los jubilados en los próximos quince a veinte años según los estudios actuariales que se han realizado, se obtiene un conjunto de ingredientes en el cual la incertidumbre es el resultado final. Es por eso que se han llevado a cabo discusiones en las cuales se habla sobre reformas en la seguridad social y se contempla la idea de adoptar sistemas probados como por ejemplo el chileno.

El impacto de adoptar esta medida se lo puede analizar desde un sinnúmero de ejes, pero es el sector financiero, específicamente el de desintermediación (mercado de valores), el objeto de este estudio. El aumento de la inversión en este mercado proveniente de un re-direccionamiento de una importante cantidad del fondo de pensión del IESS hacia las administradoras de fondos privadas tendría un impacto en este sector. Esta es la razón de ser de esta investigación: analizar -y si es posible, medir- desde todas las perspectivas posibles el impacto que dichas medidas tendría en el mercado de valores ecuatoriano.

Definición de términos

Mercado de valores

En primer lugar, es conveniente definir lo que es el mercado en sí. “En términos generales, mercado es el contexto dentro del cual toma lugar la compra y venta de mercancías, o donde se encuentran quienes demandan bienes y servicios con quienes los ofrecen” (Schiller, 2007). Bajo esta definición, el mercado de valores es aquel en el cual se intercambian o negocian títulos de valor, tanto de renta fija (ejemplo: bonos) como de renta variable (ejemplo: acciones) (Downes, 1995). El mercado de valores se divide en mercado primario y mercado secundario. El mercado primario es aquel en el cual los valores son ofrecidos y demandados por primera vez, a diferencia del mercado secundario, donde títulos y valores ya emitidos son vueltos a comprar y vender (Downes, 1995). “Un mercado es primario si es que el dinero va directamente al emisor de los valores emitidos (Downes, 1995)”.

Capitalización de mercado

Según describen Downes y Goodman (1995) en su diccionario de términos financieros e inversión, la capitalización de mercado (o capitalización bursátil) es “el valor de una corporación determinado por el precio de mercado de las acciones emitidas y en circulación”. Por ejemplo, si una empresa tiene emitidas 50 acciones por un precio de 100 dólares, la capitalización de mercado de esa empresa es 5,000 dólares. Usualmente, los inversionistas institucionales usan a la capitalización de mercado como un criterio de inversión, requiriendo, por ejemplo, que una empresa tenga una capitalización de mercado de mínimo 100 millones de dólares. Este concepto no es solo aplicable a corporaciones individuales, sino a un grupo de

compañías de un sector o de un país entero. En este estudio, se hablará de capitalización de mercado entendida por un todo, es decir, mercados de países enteros.

Riesgo

En finanzas, el riesgo es “la posibilidad medible de perder o dejar de ganar” (Downes, 1995). Se diferencia de la incertidumbre ya que ésta no es medible. A pesar de esta definición y de que comúnmente se asocia la palabra “riesgo” con “pérdida”, cuando se trata de inversiones, teóricamente el riesgo es tanto la posibilidad de perder como de ganar. En finanzas, el riesgo es medido por estadísticos como la desviación estándar y la varianza, los cuales indican probabilidades de que “no suceda lo esperado”, tanto para bien (ganancia) como para mal (pérdida) (Bodie, 2004).

Presunciones

La realización de este estudio se basa en dos presunciones esenciales. La primera de ellas es la posibilidad de que las administradoras de fondos compitan con el IESS fue incluida dentro de la propuesta de reforma del nuevo Código Laboral y el IESS. En segundo lugar, basado en que el criterio de los expertos es fundamental para el desarrollo de la propuesta de este estudio, se ha utilizado el método Delphi, un “método de predicción sistemático interactivo, que se basa en un panel de expertos (Hernández, 1991)”, para lo cual se aceptarán como válidas las hipótesis que ellos propongan.

Supuestos

Los siguientes son los supuestos que se manejarán a lo largo de este estudio:

- De aprobarse la propuesta de reforma de seguridad social, los fondos complementarios pasarían a competir directamente con el IESS en el rubro pensiones de jubilación.
- Si los fondos complementarios pasan a captar una parte del fondo de pensión del IESS, ya no serían complementarios ni previsionales. Por esto, se referirá a ellos como “administradoras de fondos”.
- Se mantendrán las estructuras de portafolio y políticas de inversión de los fondos complementarios una vez que se los trate como administradoras de fondos en este estudio.
- La normativa de la Superintendencia de Bancos sobre inversiones para los fondos complementarios será la misma que regule la de las administradoras de fondos.

En el siguiente capítulo se encuentra la Revisión de la Literatura, misma que se divide en cuatro partes. Posteriormente se explica la metodología que se utilizó y finalmente se incorpora el análisis de los datos así como las conclusiones.

REVISIÓN DE LA LITERATURA

Géneros de la literatura incluidos en la revisión

Fuentes

Durante la realización de este trabajo, se utilizaron básicamente dos tipos de fuentes de la información: primarias y terciarias.

Las fuentes primarias, aquellas que “contienen información original, que ha sido publicada por primera vez y que no ha sido filtrada” (Silvestrini, 2015), la componen en esencia las publicaciones académicas tales como libros de texto; estados financieros y balances obtenidos de instituciones públicas y privadas; y datos estadísticos recogidos de páginas internacionalmente reconocidas como el Banco Mundial. También se considera de fuentes primarias la información obtenida en las entrevistas realizadas a los profesionales de cada campo.

En cuanto a las fuentes terciarias, las que “son guías físicas o virtuales que contienen información sobre las fuentes primarias y secundarias” (Silvestrini, 2015), están dadas por páginas web y bases de datos en línea que se utilizaron para conseguir lo pertinente a cada tema. En este grupo también se considera a las páginas oficiales de instituciones públicas y privadas de algunos países de la región latinoamericana, de la misma manera se incluye a informes y estadísticas recopiladas de fuentes secundarias.

Pasos en el proceso de revisión de la literatura

El internet fue la herramienta principal para desarrollar esta investigación. El primer paso fue seleccionar el tema y delimitarlo adecuadamente.

El proceso de selección comenzó con una investigación amplia sobre varios temas relacionados, una consulta generalizada sobre la cual se pudieron concretar las hipótesis y preguntas de investigación. A lo largo del desarrollo del tema y organización de las ideas, se consultó inclusive en páginas no académicas, para buscar en ellas la información necesaria sobre la cual fundamentar este trabajo. Lo mismo ocurrió con las entrevistas, hubo conversaciones formales con algunos profesionales en distintas áreas: seguridad social, fondos complementarios, normativas de inversión, mercado y bolsa de valores, finanzas en general.

La investigación en las diferentes páginas oficiales de instituciones y organismos públicos y privados, tanto nacionales como internacionales fue fundamental. La mayor parte de la información proviene de bases de datos, boletines, informes, estadísticas y reportes allí encontrados, a partir de allí se elaboraron las tablas y gráficos que se encuentran en este trabajo. Finalmente, se seleccionaron las obras pertinentes y se leyó con el mayor detenimiento posible cada una de ellas. También se recurrió a la experiencia y el conocimiento de algunos profesionales, la mayoría de los cuales son o fueron profesores de la Universidad San Francisco de Quito.

Formato de revisión de la literatura

Dos tipos principales de investigación se trataron en este trabajo: datos e información numérica, y publicaciones académicas. En esencia, el estudio estuvo sujeto a algunos supuestos, razón por la cual fue necesario analizar a fondo toda la información estadística y preparada que se recopiló.

Los temas que fueron elegidos se fueron recabando en las secciones específicas de las fuentes respectivas; gran parte de la literatura disponible fue entregada y/o recomendada por los

entrevistados mientras que el diseño de esta investigación no fue posible desde el punto de vista de los autores o desde el punto de vista cronológico sino que, a medida que se avanzó, se consultó en las fuentes individualizadas y se fueron descubriendo nuevas. La continua búsqueda de lazos y conectores de la información ya recopilada fue una constante de este estudio.

Para la definición de los términos, se recurrió fundamentalmente a diccionarios de términos financieros, inversión y banca; la teoría del estudio se la recopiló básicamente de publicaciones académicas de tres autores expertos en temas económicos y financieros: Frederick Mishkin, Zvi Bodie, Bradley Schiller y Paul Samuelson.

En el caso de la información estadística y numérica, se acudió principalmente a las bases de los sitios de internet de: Bolsa de Valores de Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil, Superintendencia de Bancos y Seguros, Superintendencia de Compañías, Banco Mundial, Banco Central del Ecuador, entre otras. Para la información proveniente de informes y estudios académicos, se revisó en gran medida la revista “Inventario” de la BVQ, “El mercado de capitales chileno: un necesario Big-Bang para el crecimiento” de Patricio Arrau y el informe de las negociaciones de los bonos del magisterio de la Asociación de Bolsas de Valores del Ecuador.

METODOLOGÍA Y DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

Metodología

Para la realización de este trabajo se ha establecido un método de investigación exploratorio no experimental. La metodología es exploratoria ya que el objetivo es examinar un problema de investigación poco estudiado y que ha sido vagamente abordado con anterioridad (Hernández, 1991). Este es un estudio que intenta medir el impacto de una reforma en el Código Laboral que no se dio, razón por la cual se limitó a realizar supuestos y estimaciones en base a la información disponible, la opinión de expertos en cada tema y la evidencia del comportamiento histórico de algunas variables. Por estas razones, no hubo manipulación de variables ni elaboración de modelos matemáticos. Para lograr esto, se estudió ampliamente cada uno de los campos a tratar, que fueron básicamente la eventual reforma en el IESS y el desarrollo potencial del mercado de valores ecuatoriano.

En primer lugar, se procedió a recopilar información financiera para conocer las políticas de inversión de los fondos complementarios y el presupuesto anual del IESS con el objetivo de obtener el monto exacto de ingresos que percibe el fondo (o los fondos) de pensiones de la seguridad social. Una vez recolectada esta información, se aplicaron los supuestos dados por la opinión de expertos entrevistados para calcular algunas cifras de relevancia para este estudio.

En segundo lugar, se hizo un análisis de los puntos en los que el mercado de valores vería un impacto. Para esto, se contó con la valiosa opinión de Pablo Pérez, profesor de finanzas de la Universidad San Francisco de Quito, y Ulises Alvear, gerente general de Metrovalores Casa de Valores y ex Presidente de ASOCAVAL. En este paso prácticamente se

revisó la situación de los bonos del magisterio, ya que representa un mercado impulsador de otros efectos, un detonante del impacto real que se intenta demostrar. A partir de esto, se contó con material en información necesaria para la aplicación de conceptos explicados en el marco teórico y elaboración de los resultados y las conclusiones. No se recopiló información primaria ni se realizaron encuestas, por lo que esta investigación no tuvo un carácter cualitativo.

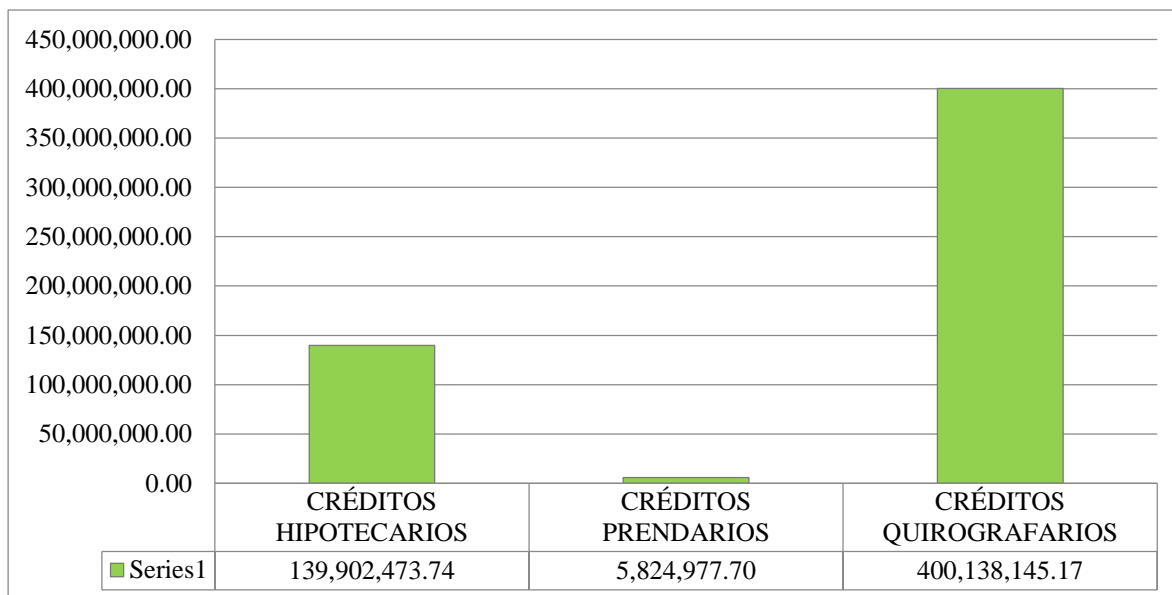
ANÁLISIS DE DATOS

Origen de los recursos

Antes de iniciar el análisis de los datos y la evaluación de la información que darán las pautas para la resolución de los problemas de investigación planteados en este estudio, es importante entender una parte fundamental: cuánto será el aumento de la inversión que originaría, desde la teoría, un impacto en el mercado de valores.

En primer lugar es esencial entender cuáles son las políticas de inversión que actualmente manejan los FCPC. Según Giovanni Morejón, ex Director de Auditoría de la Superintendencia de Bancos y Seguros explica que alrededor del 60% de los fondos de los FCPC's en general están invertidos en préstamos para sus afiliados (inversiones privadas). De aquellas inversiones, el rubro donde más recursos financieros se han colocado es el de los créditos quirografarios. En el siguiente gráfico se muestran las inversiones privadas de los fondos tipo III (tomados como ejemplo por ser los más representativos):

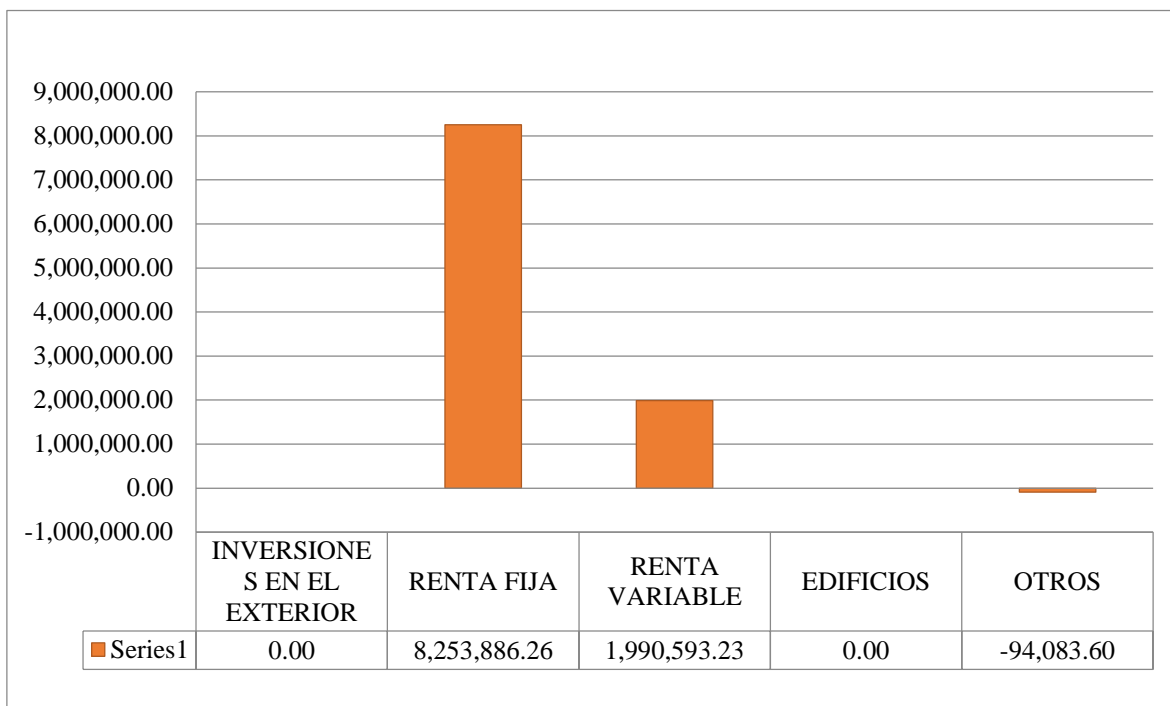
Figura 4. Inversiones privadas de los Fondos de tipo III



Nota: con corte al 31 de diciembre de 2013

Para el fondo de Cesantía del Banco de Fomento, por dar un ejemplo, este valor asciende al 80%. De aquí se puede concluir que la mayor parte del dinero de los fondos complementarios previsionales cerrados se financia y se invierte internamente. Explica el Licenciado Morejón que el porcentaje restante es invertido en la banca privada y títulos de deuda pública, tanto de renta fija como variable (inversiones no privadas). De nuevo tomando el ejemplo de los fondos tipo III, se muestra el siguiente gráfico:

Figura 5. Inversiones no privativas para Fondos de tipo III



Nota: con corte al 31 de diciembre de 2013

Como se puede observar, el único rubro en el que las inversiones superan los dos millones de dólares es el de los instrumentos de renta fija. Este tipo de fondos tiene una política de inversión en renta variable de aproximadamente el 19% del total de su portafolio.

En los supuestos de esta investigación se dijo que las políticas de inversión de los fondos complementarios no cambiarían. Para conocerlas, el Licenciado Morejón facilitó información valiosa sobre los estados financieros de estos fondos, de los que se tomará en cuenta únicamente las inversiones no privativas de los fondos, “aquellas que no se realizan directamente con los afiliados, así como los bonos del Estado” (IESS, 2014). El siguiente cuadro resume las inversiones no privativas (en dólares de Estados Unidos) de los fondos complementarios, clasificados por tipos:

Tabla 3**Composición de portafolios según tipo de fondo**

Tipo de fondo	Inversiones en el exterior	Renta fija	Renta variable	Edificios	Otros
Fondo Tipo I	0	1,398,931	0	0	0
Fondo Tipo II	0	10,820,669	410,940	25,680	0
Fondo Tipo III	0	8,253,886	1,990,593	0	-94,083.60
Fondo Tipo IV	11,016,496	218,840,783	30,064,525	141,184,093	12,491,799
TOTAL	11,016,496	239,314,269	32,466,059	141,209,773	12,397,715

Nota 1: en dólares estadounidenses

De este cuadro, se calculan los siguientes porcentajes, que definen las políticas de inversión de cada fondo:

Tabla 4**Composición de portafolio según tipo de fondo, en porcentajes**

Tipo de fondo	Inversiones en el exterior	Renta fija	Renta variable	Edificios	Otros
Fondo tipo I	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Fondo tipo II	0.00%	96.12%	3.65%	0.23%	0.00%
Fondo tipo III	0.00%	81.32%	19.61%	0.00%	-0.93%
Fondo tipo IV	2.66%	52.91%	7.27%	34.14%	3.02%

Toda esta información es con corte al 31 de diciembre de 2013. Para efectos de este estudio, y como se mencionó anteriormente, estos datos servirán para sentar un panorama respecto a las políticas de inversión de estos fondos, es decir, la intención en valores

numéricos que tienen estas entidades en invertir en cada uno de los sectores listados arriba. Como ejemplo, se puede asumir que la política y las normas de un fondo tipo III es invertir un 19.61% en renta variable. Para este caso, y para todos los demás, se sabe con certeza que la cantidad invertida en renta variable está inefablemente en el mercado de valores. Pero también hay un porcentaje de la renta fija que corresponde a este mercado. Para saber qué parte de este rubro corresponde al mercado de dinero y qué parte al mercado de capitales, se consultó a Carmen Corral, ex intendenta en la Superintendencia de Bancos y Seguros, experta en normativas de inversión. A continuación, tres respuestas de la entrevista que se mantuvo en su despacho el día 10 de febrero de 2015 sirven para dimensionar los datos de este análisis.

¿Crees que los fondos complementarios tienen la estructura y organización necesarias para actuar como administradoras de fondos de pensión?

En primer lugar conviene diferenciar entre fondos complementarios y fondos de pensión. Los fondos complementarios, conocidos como FCPCs, son, como su título lo dice, complementos a la seguridad social, y no solo en temas de pensión, sino también en salud, vida y otros tipos de cobertura. En segundo lugar, y para responder tu pregunta (si es que la entendí bien), solo los fondos tipo X (y no todos) tienen la experiencia y cuentan con un personal relativamente formado para ejercer como administradoras de fondos. Pienso que a diferencia de Chile, en Ecuador no debería haber más de unas tres o cuatro administradoras, que serían el número de los fondos actuales con la capacidad de enfrentar el reto.

¿Del total de inversión en renta fija, qué porcentaje crees que corresponda a títulos del mercado de capitales?

Como debes saber, el mercado de capitales en Ecuador no es tan líquido como en otros países, y además el riesgo que se percibe es igualmente mayor. Adicionalmente, debes tomar en cuenta que las políticas que utilicen los fondos para sus inversiones son muy limitadas ya que existe una norma que dicta la Superintendencia de Bancos con respecto a las inversiones de los fondos. Por ejemplo, dicha norma prohíbe a los fondos de tipo I, II y III tener inversiones en el extranjero. Justamente se está trabajando actualmente en la “Super de Bancos (Superintendencia de Bancos)” en una nueva normativa que incluye cambios en las inversiones de los fondos regulados. Pero sí me toca estimar un porcentaje, de acuerdo a lo que he visto a lo largo de los años, diría que alrededor de un 35% de las inversiones en renta fija está en el mercado de valores y capitales. Esto podría lógicamente cambiar con las nuevas normas, pero históricamente ese ha sido un promedio de inversión en títulos a largo plazo de renta fija.

¿Crees que sería significativa la cantidad de dinero que se traslade a las administradoras de fondos de pensión desde el fondo de pensión del IESS?

Es muy buena la alternativa que presentas, y no es la primera vez que alguien se lo plantea. De hecho en 2005 hubo una consulta en la cual se preguntó al pueblo sobre la posibilidad de privatizar parcialmente la seguridad social, claro que el resultado fue una negativa excepcional. Es difícil saber si habría un aumento en la inversión en el mercado de valores ya que en primer lugar deberíamos saber si el dinero que deja de percibir el IESS no estaba ya en ese lugar. Y repito, todo estaría sujeto a las normas del ente regulador, que yo pienso serían más conservadoras que las que actualmente rigen sobre los FCPC. Si has analizado el caso de Chile como me comentaste, podrás darte cuenta que el proceso tomó un par de décadas hasta

que el gobierno flexibilice las normativas. No sabría decirte un valor, pero dados los niveles socioeconómicos de la gente y niveles certeros de descontento y rechazo al IESS, podría decir, respondiendo a tu pregunta, que entre un 10 y 13 por ciento sería la participación que perdería el IESS en este rubro que se denomina fondo de invalidez, vejez y muerte.

En base a las entrevistas que se mantuvo con expertos de la seguridad social en el país como Carmen Corral y Giovanni Morejón, se procede a calcular el monto en dólares que pasaría a ser invertido en el mercado de valores ecuatoriano. Para esto, es necesario mirar al presupuesto del IESS a 2014 en cuanto a inversiones. En específico, y porque es el tema relevante para este estudio, se analizarán los números del Fondo de Invalidez, Vejez y Muerte del IESS, del cual se desprenden como gastos las pensiones jubilares.

Tabla 5

Ingresos del Fondo de Invalidez, Vejez y Muerte

	Asignación inicial	Codificado 2013	Recaudación diciembre 2013
1. Ingresos corrientes	3,273,416,132	3,334,014,403	3,426,588,084
1.2 Ingresos a la seguridad social	2,080,622,249	2,080,622,249	2,150,248,586
1.3 Tasas y contribuciones	0	0	0
1.4 Venta de bienes y servicios	0	0	0
1.7 Rentas de Inversiones y Multas	370,304,960	400,657,758	422,831,930
1.8 Transferencias y Donaciones Ctes.	821,608,400	852,734,396	853,507,568
1.9 Otros ingresos	0	0	0
2 Ingresos de Capital	880,523	13,076,523	12,145,524
2.4 Activos mantenidos para la venta	880,523	880,523	0
2.7 Recuperación Inv. Renta Variable	0	0	0

Nota 1: en millones de dólares

Fuente y Elaboración: Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social

En la columna “Asignación inicial” se muestra el presupuesto del IESS a inicios de 2013, el “Codificado 2013” suma (o resta) las rectificaciones hechas un trimestre después y la última columna muestra la recaudación real al 31 de diciembre de 2013. Con esta información, es posible calcular el valor en dólares que entraría a los fondos previsionales de acuerdo a las estimaciones de Carmen Corral. Al tomar el dato de la recaudación real de ingresos a la seguridad social del fondo de vejez, invalidez y muerte, \$2,150,248,586 y multiplicarlo por el 11.5% (porcentaje promedio estimado por Carmen Corral), se obtiene un valor aproximado a los 270 millones de dólares, que vendría a ser el monto total estimado que pasaría de la seguridad social a las administradoras de fondos. Tomando como base la composición del portafolio de los fondos de tipo IV, se tiene que aproximadamente un 21% de este valor se dirigiría al mercado de valores dado por:

Renta variable: 7.27%

Renta fija: 25% de 52.91% = 13.6%

Total invertido en mercado de valores = Renta variable + proporcional renta fija = 20.93%

Consecuentemente, y de acuerdo al portafolio de inversión de los fondos tipo IV, un 7.27% de este valor se dirige a renta variable y un 13.6% de este valor (valor) se dirigiría a títulos de renta fija negociados en el mercado de valores; cabe indicar que dada la escasez de títulos de renta variable ofertada en el mercado podría esperarse que se canalicen a títulos de renta fija.

Este porcentaje se refiere a la fracción de inversiones no privativas que se realizan en los fondos tipo IV. Para obtener finalmente el valor que entraría al mercado de valores a partir

de las presunciones, supuestos y estimaciones de este estudio, se multiplica ese porcentaje por el valor calculado anteriormente a partir del presupuesto del IESS:

Monto que pasa a las AFP * porcentaje invertido en MV = Monto total invertido en MV:

$$\$268,781,073 * 20.93\% = \$ 56,257,975.12$$

El impacto en los bonos del Estado

El día 5 de abril de 2015 se mantuvo una entrevista con Ulises Alvear, Presidente Ejecutivo de Metrovalores Casa de valores, ex presidente y actual director alterno de la Asociación de Casas de Valores del Ecuador (ASOCAVAL). En ella, Ulises señaló que, a partir de una mayor disponibilidad de recursos en el mercado de valores, se tendrían indiscutiblemente dos efectos en el mediano y largo plazo: dinamización del mercado de bonos del magisterio y aumento en el número de emisiones, estos dos efectos, opina Ulises, están estrictamente relacionados. Cabe aclarar, los bonos llamados del “magisterio ecuatoriano” son bonos del Estado entregados para la jubilación voluntaria de los maestros (en el caso de la educación pública). “Para que las empresas decidan emitir nuevos valores, deben percibir un aumento real en la liquidez del mercado, la mera sensación de que hay más dinero no provocará nuevas emisiones”, opina el Presidente Ejecutivo de Metrovalores. Los altos rendimientos y los bajos precios que actualmente tienen los bonos que el Estado entregó a los profesores como forma de pago de su jubilación hacen de éstos instrumentos atractivos para aquellos agentes o individuos con exceso de liquidez. Para entender mejor esta situación, es necesario analizar cómo se han llevado a cabo las negociaciones de estos bonos, específicamente los de las resoluciones 003 y 018, que son los correspondientes a los bonos

del Estado emitidos para la jubilación de los maestros. La información proviene de un informe hecho por ASOCAVAL, facilitada a este estudio por Ulises Alvear.

Para la elaboración de la curva de rendimientos que se presentará más adelante, se ha tomado en cuenta las negociaciones del período de noviembre 2014 al 19 de marzo de 2015.

Además, los bonos presentan las siguientes características y restricciones de circulación (ASOCAVAL, 2015):

Características

- Título valor negociable a través del mercado de valores
- Pago de interés mensual
- Plazo definido: 5, 6, 7, 8, 9 y 10 años
- Título desmaterializado

Restricciones de circulación

- No pueden ser utilizados para encaje bancario
- No pueden ser utilizados para operaciones de reporto
- No pueden ser utilizados para cumplir con la reserva mínima de liquidez
- No pueden ser vendidos en el mercado secundario público (ninguna entidad o institución pública puede comprar los bonos en el mercado secundario, sí pueden hacerlo individuos o agentes del sector privado).

Una vez hechas estas aclaraciones, se muestra un cuadro que resume las negociaciones durante los años 2013 y 2014 de los bonos del magisterio, aquellos que fueron entregados a los profesores del sector público.

Tabla 6**Niveles de negociación de los bonos del magisterio**

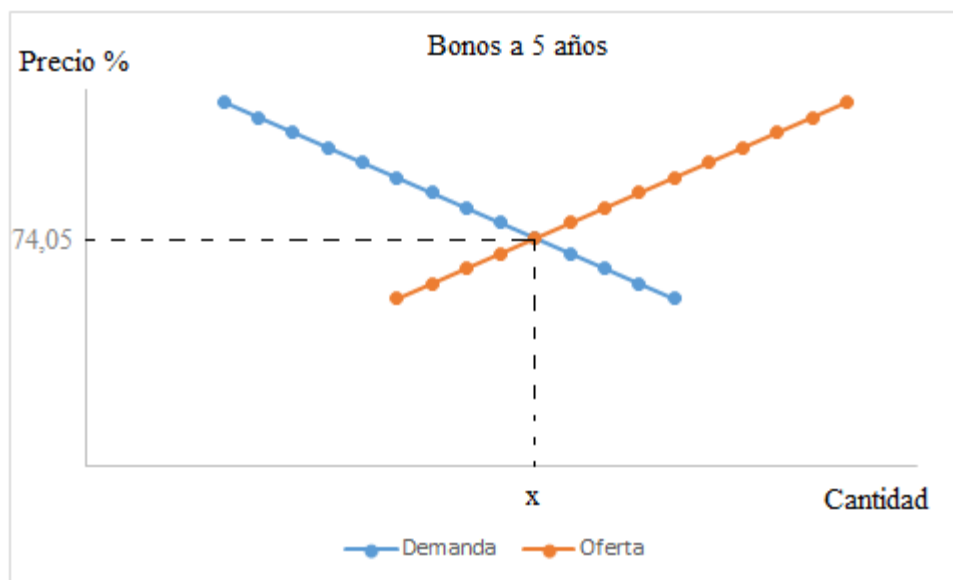
	Último precio	USD	% del total emitido
Bono 4 años	87.30%	\$ 7,529,976.00	15.07%
Bono 5 años	83.35%	\$ 4,836,461.00	9.68%
Bono 6 años	77.16%	\$ 4,361,209.00	8.73%
Bono 7 años	78.69%	\$ 7,629,790.00	15.27%
Bono 8 años	73.38%	\$ 20,151,303.00	40.33%
Bono 9 años	74.85%	\$ 3,924,673.00	7.85%
Bono 10 años	70.73%	\$ 1,535,951.00	3.07%
TOTAL		\$ 49,969,363.00	100.00%

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: ASOCAVAL

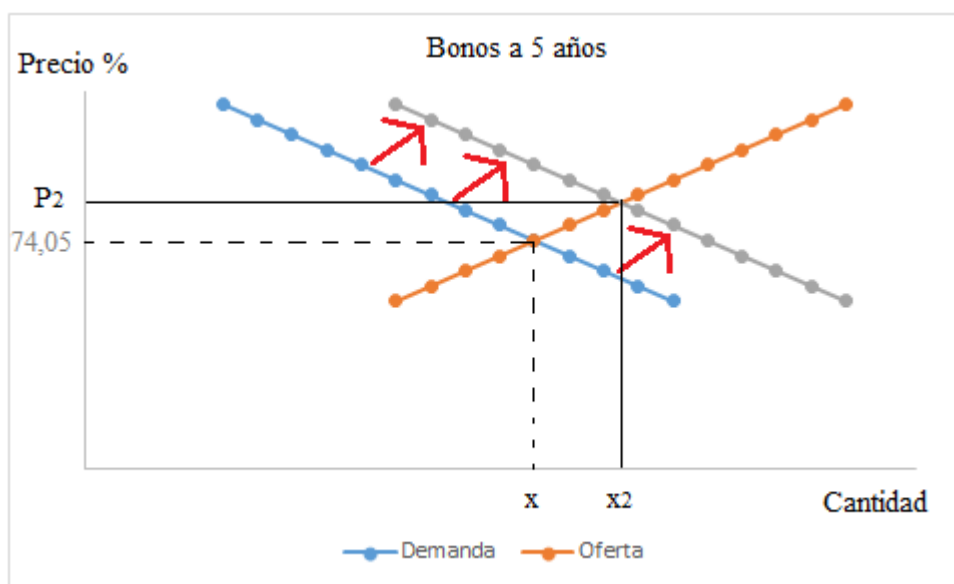
Se puede observar a partir de este cuadro que los bonos que más se han negociado son los que tienen plazo de 8, 7, y 4 años en ese orden, y que los bonos menos negociados fueron los de 9 y 10 años. El cuadro indica que, pasados dos años de la emisión de aquellos títulos de deuda, ningún bono (clasificados por plazo) ha tenido un nivel de negociación mayor al 50% de lo emitido. Como se ve, el total de la negociación ha sido un valor cercano a los 50 millones de dólares, más 40.42 millones en bonos negociados entre 2013 y 2014 (ASOCAVAL, 2015), suma un total de 90.32 millones negociados hasta pocas semanas antes a la realización de este estudio, lo que genera un 17% del total de los bonos entregados a los maestros. La siguiente curva es una representación simbólica del equilibrio que existe en el mercado de bonos del magisterio ecuatoriano.

Figura 6. Equilibrio en el mercado de bonos del magisterio



Para elaborar este gráfico, se ha tomado el ejemplo del bono a 5 años emitido por el Estado ya que es el bono que se entrega a aquellos maestros que se acogen a la jubilación de manera voluntaria a la edad de 65, la cual en el código civil y laboral es aceptada para jubilarse. El actual precio promedio de los bonos de este tipo es 74.05%, lo que es lo mismo que 25.95% de descuento. Al ser un precio tan bajo, ofrece un rendimiento muy alto (10.21%) (ASOCAVAL, 2015) en los períodos de negociación analizados. Si bien se presentó en la parte previa de este análisis un valor estimado de la cantidad de dinero que ingresaría al mercado de valores, no es posible especular sobre las intenciones de compra de los agentes económicos ni sobre las intenciones de venta de quienes poseen actualmente los bonos que son objeto de este estudio. Por esta razón, es válido afirmar que, en definitiva, la demanda por estos instrumentos aumentará. El gráfico siguiente evidencia esta situación:

Figura 7. Efecto una mayor liquidez en el mercado de bonos del magisterio



El gráfico anterior muestra un desplazamiento hacia la derecha de la demanda de los bonos a 5 años, provocado por el rompimiento de la condición *ceteris paribus* ya que el mercado contaría con más dinero y liquidez, lo que lo diferencia de la situación original. Esto ocasiona que el precio de equilibrio se eleve en el mediano plazo, así como también una cantidad superior. Pero en el cálculo del precio de un bono, el precio es una variable dependiente en todos los casos, es decir que un cambio en esta variable estará siempre determinado por la variación en alguna otra variable que compone la fórmula, como lo explica la siguiente expresión matemática (Damodaran, 1996):

$$P = \frac{C_t}{(1 + y)^t}$$

Donde:

P = Precio del bono

C = Cupón

y = rendimiento (tasa de interés)

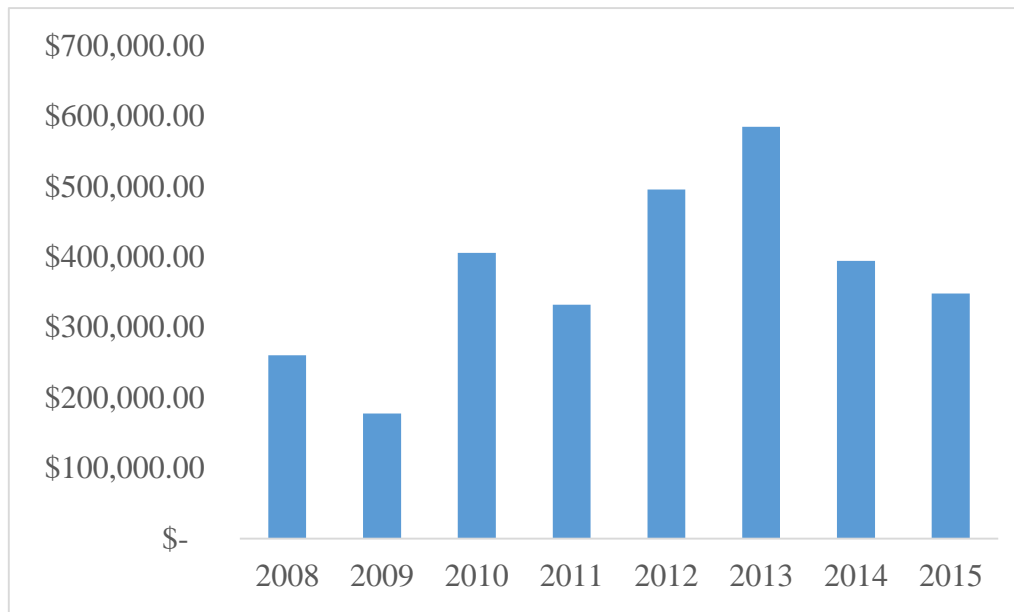
t = tiempo

Según Damodaran, el mayor determinante del precio de un bono es la tasa de interés o el rendimiento del mismo. En su libro *Investment Valuation* (1996) establece una relación no lineal entre precio y rendimiento de un bono. Esto quiere decir que, si el interés sube (baja), el precio baja (sube) (Damodaran, 1996). Por esto, es correcto prever que el rendimiento de los bonos tendrá una tendencia a la baja si la tendencia para el precio es un incremento. Se demuestra que, desde la matemática financiera, se necesita un mayor rendimiento de los bonos para justificar una disminución en los precios.

Incremento de emisiones

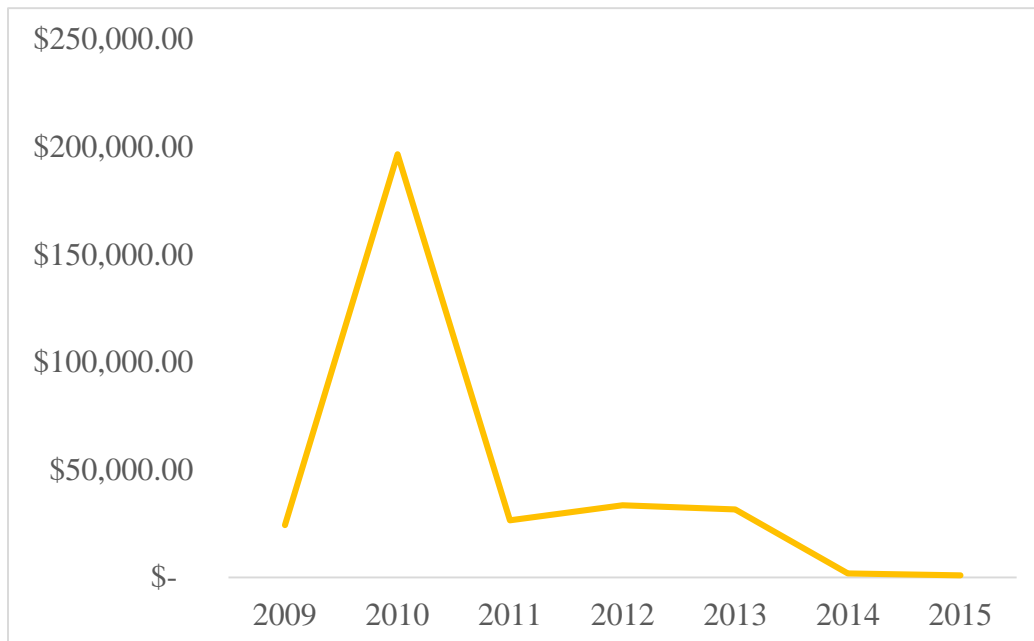
Como se mencionó previamente, la dinamización del mercado de bonos explicada en párrafos anteriores puede provocar en primera instancia que se terminen de colocar los títulos ya emitidos y posteriormente que se emitan nuevos, específicamente en renta fija del sector privado. Los siguientes gráficos resumen el monto de las emisiones, el promedio de los títulos emitidos (promedio del valor nominal) y el número de emisiones desde el año 2008.

Figura 8. Monto total de obligaciones por año



Nota: valores dados en miles de dólares

Figura 9. Valor nominal promedio de los títulos (obligaciones) emitidos



Se observa que en el año 2010 el promedio del valor nominal de las emisiones fue \$196,639 y se explica puntualmente porque PROCARSA tuvo un promedio de \$7 millones y Banco Pichincha de \$875 mil en la emisión de sus obligaciones. Para los demás años, la media no superó los 35 mil dólares. Desde 2011, el promedio de las emisiones fue de \$18,857, como lo muestra el Anexo 1 de este trabajo.

Un mercado de valores desarrollado

En Ecuador, muchas son las razones por las cuales se tiene un mercado de valores y capitales con muy poco desarrollo. Impuestos sobre las ganancias de capital, empresas sin gobierno corporativo y sin estructuras de capital adecuadas, bajo conocimiento en temas de inversión, entre otras, influyen para que el mercado de valores ecuatoriano tenga muy poca liquidez y por ende haya poca confianza para invertir en él. Al tener un mercado de valores emergente, como es el caso de Argentina, Brasil y Chile, se tienen ventajas tales como: menores costos y mejores condiciones de financiamiento, profundización de mercado y mayor eficiencia del mismo. “El mercado de capitales es esencial para asignar eficientemente los recursos de ahorro hacia los distintos proyectos de inversión que crean empleo y riqueza” (Arrau, 2005). Estas son características de los grandes mercados mundiales, como el de New York, Shanghai y Londres, por nombrar algunos ejemplos. En los países desarrollados, la intermediación financiera indirecta (bancos) sigue siendo la principal fuente de financiamiento, pero al tener mercados de valores desarrollados, abre un impresionante abanico de posibilidades tanto para inversionistas como para las empresas, actores que se benefician de los factores que se describen a continuación.

Un mercado de valores desarrollado ofrece ventajas de costo en cuanto al financiamiento principalmente para las grandes empresas, responsables de una gran cantidad de plazas de empleo y nivel de producción de un país. En primer lugar, en la desintermediación o intermediación directa, no existe el spread financiero, que es la diferencia entre la tasa activa (la que se cobra por financiar) y la tasa pasiva (la que se paga por invertir). Por ejemplo, en el Banco Internacional del Ecuador, la tasa promedio de financiamiento para las empresas grandes (crédito productivo) es 11.23%, mientras que la tasa promedio anual de una inversión empresarial está alrededor del 6.25%. Esto genera para la entidad una diferencia del 4.98% (que incluye gastos administrativos, gastos de personal, etc., para la entidad financiera), de la cual se desprende la ganancia del banco. La ausencia del spread y la mayoría de gastos en la intermediación directa – una bolsa de valores por ejemplo – permite a las empresas acceder a costos más bajos de financiamiento.

Las calificadoras de riesgo y las casas de valores intervienen a la hora de colocar los valores de renta variable o renta fija que una empresa desee emitir, aunque las calificadoras rara vez aportan para la emisión de renta variable. Por ende, el financiamiento mediante el mercado de capitales genera otros costos, como son las comisiones y los gastos en los que se incurre al hacer uso de los servicios de calificadoras, casas, bolsas y comisionistas de bolsa. Pero en definitiva, las empresas emisoras ya sean medianas, pequeñas o grandes pueden obtener recursos financieros a menor costo ya que los obtienen directamente de los inversionistas.

En segundo lugar, el mercado de valores ofrece a los emisores condiciones que las entidades de intermediación indirecta limitan. El plazo es una de las condiciones de

financiamiento más importante. Los bancos del Ecuador limitan los plazos a tres y hasta cinco años para créditos productivos, obligando a las empresas a trabajar en proyectos de corto y mediano plazo, mediante el mercado de valores, las empresas pueden estirar los plazos para trabajar en el mediano y largo plazo, emitiendo bonos a 10 años por ejemplo. De la misma manera, se puede optar por diferentes modalidades de pago de intereses y amortización que flexibilizan las necesidades tanto de inversionistas como de emisores; por último, las empresas tienen poder de decisión sobre el rendimiento (tasa de interés) que se ofrezca a los inversionistas. Si bien depende mucho de las calificadoras de riesgo y las casas de valores, las empresas mediante sus directores financieros tienen posibilidades de discutir sobre las tasas que se ofrecerán en el mercado. De esta forma, se pueden optimizar los recursos financieros con el fin de obtener una eficiencia económica que muchas veces se ve limitada cuando se acude a los medios tradicionales de financiamiento.

CONCLUSIONES

El presente estudio se basó fundamentalmente en el supuesto de que se enviaría y aprobaría la propuesta en el código laboral para que administradoras de fondos privadas pasen a manejar parte del fondo de pensiones del IESS, específicamente el fondo de invalidez, vejez y muerte, el cual tiene como ingresos el proporcional de los aportes de los afiliados y como gastos las pensiones jubilares. Bajo este supuesto, se realizó el presente estudio, del cual se obtienen las siguientes conclusiones y recomendaciones:

- Únicamente los FCPC tipo IV tienen la capacidad y estructura para adoptar el rol de administradoras de fondos. Estos mantendrían las mismas políticas de inversión, logrando captar un valor aproximado a los 56.2 millones de dólares para invertir en el mercado de valores según las políticas actuales de inversión, disminuyendo la participación del IESS en un 11.5% en lo que se refiere al fondo de invalidez, vejez y muerte.
- Dentro del mercado de valores, los instrumentos que verían un impacto inmediato serían los bonos del Estado ecuatoriano entregados a los maestros por su jubilación voluntaria, puntualmente los de las resoluciones 003 y 0018 que son los llamados “bonos del magisterio”. Si tan solo la mitad del dinero invertido en bolsas por parte de las administradoras de fondos sería destinado a negociar estos bonos, este mercado pasaría a tener un aumento del 61% en niveles de negociación, al menos veinte puntos porcentuales de los niveles de 2013 y 2014. Este impacto se vería reflejado principalmente en el precio y rendimiento de los bonos, que a pesar de encontrar un

nuevo equilibrio de mercado en el mediano plazo, aumentarían y disminuirían respectivamente, fruto de la mayor disponibilidad de recursos para negociar.

- Los beneficiados inmediatos serían el Estado ecuatoriano y los poseedores de la deuda. Los maestros jubilados que tienen en su poder estos bonos podrán venderlos con mayor facilidad, sabiendo que existen compradores institucionales (administradoras de fondos) urgidos por colocar recursos financieros en el mercado de valores. A expensas de este efecto, mayor será el número de personas que opten por recibir los bonos del magisterio como jubilación, brindando al Estado nuevos recursos y liberando al seguro social de una importante carga de gasto en efectivo.
- La dinamización del mercado de los bonos del magisterio será el impulso para incrementar el porcentaje de colocación de los títulos ya emitidos y un aliciente para nuevas emisiones. Tanto el mercado primario como el mercado secundario sentirían el efecto de una mayor liquidez. Los profesionales en temas bursátiles podrán aplicar sus conocimientos en pro de la profundización financiera desde el punto de la creación de nuevos productos y servicios financieros en la desintermediación.
- Para las empresas, el desarrollo del mercado de valores les permitirá acceder a fuentes de financiamiento más baratas y con características más adaptables a sus necesidades que les posibilite alcanzar una mayor eficiencia financiera. Esto a su vez promoverá la el gobierno corporativo en las empresas, brindando una mejor organización y culturizando financieramente a los tomadores de decisiones. Así, las empresas proyectan su imagen corporativa, pudiendo realzar su posicionamiento en el mercado dando a conocer sus fortalezas y oportunidades.

- La asimetría de información en el sistema financiero se reduciría. Esto permite a los inversionistas tener un mayor conocimiento sobre las empresas en las cuales invierten sus recursos, a la misma vez que las compañías puedan encontrar en el mercado de valores accionistas interesados en participar directamente en sus proyectos, acelerando el desarrollo empresarial.
- Se logrará un mayor crecimiento en la economía del país ya que incrementará el número de empresas del sector productivo tendrán que tengan acceso a menores costos y mejores condiciones de financiamiento, proporcionando una mayor eficiencia financiera. Esto permitirá generar nuevas plazas de empleo en el país al mismo tiempo que se cuente con nuevas tecnologías para producir y desarrollar la economía.

Referencias Bibliográficas

- AAFP. (febrero de 2015). *Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones*. Obtenido de Fondos de Pensiones: <http://fondosdepensiones.webnode.es/%C2%BFque-son-las-afp/>
- ABPE. (2014). Informa. *Boletín informativo de la Asociación de Bancos Privados del Ecuador*, 1.
- Arosemena, A. (1995). *La historia empresarial del Ecuador*. Guayaquil: Volumen I.
- Arrau, P. (2005). *El mercado de capitales chileno: un necesario Big-Bang para el crecimiento*. Santiago: Universidad de Chile.
- ASOCAVAL. (2015). *Evolución y Análisis de las Negociaciones de Bonos del Magisterio a través de las Bolsas de Valores del País*. Quito: ASOCAVAL.
- Banco Mundial. (10 de abril de 2015). *Datos del Banco Mundial*. Obtenido de Compañías nacionales que cotizan en bolsa, total: <http://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LDOM.NO>
- Blanchard, O. P. (2011). *Macroeconomía*. Buenos Aires: Pearson.
- Bodie, Z. K. (2004). *Essentials of Investment*. London: McGraw-Hill.
- BVQ. (febrero de 2015). *Bolsa de Valores de Quito*. Obtenido de Antecedentes históricos: <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/antecedentes-historicos/>

CNC. (noviembre de 2005). *Biblioteca del Congreso Nacional de Chile*. Obtenido de El sistema previsional de Chile:

http://www.bcn.cl/bibliodigital/pbcn/informes/estudios_pdf_informes/nro145.pdf

Damodaran, A. (1996). *Investment Valuation*. Chicago: Wiley Finance.

Downes, J. G. (1995). *Dictionary of Finance and Investment terms*. New York: Barron's.

El Hoy. (8 de noviembre de 2013). Obtenido de 2014: el gasto sube a \$8 433 millones:

<http://www.explored.com.ec/noticias-ecuador/2014-el-gasto-suba-a-8-433-millones-594541.html>

El Telégrafo. (20 de octubre de 2013). Obtenido de La PEA supera los 6 millones de personas:

<http://www.telegrafo.com.ec/economia/item/la-pea-supera-los-6-millones-de-personas.html>

El Telégrafo. (14 de marzo de 2014). Obtenido de Asamblea aprueba ley que regula el

mercado bursátil: <http://www.telegrafo.com.ec/economia/item/asamblea-aprueba-ley-que-regula-el-mercado-bursatil.html>

EPC. (noviembre de 2012). *Educación Previsional Chile*. Obtenido de La Seguridad Social en

Chile: <http://www.educacionprevisional.cl/content/bin/MJGDd62Ki2/1.pdf>

Hernández, R. F. (1991). *Metodología de la Investigación*. México: McGraw-Hill.

IESS. (2014). *quienes somos*. Obtenido de IESS: <http://www.iess.gob.ec/es/inst-quienes-somos>

Levine, R. S. S. (1998). *Stocks markets, Banks, and Economic Growth*. Washington: World Bank.

Mishkin, F. (2008). *Moneda, banca y mercados financieros*. Pearson: Mexico.

Real, S. (2012). *Mercado de Valores en el Ecuador*. Quito: Universidad Ecoteg.

Samuelson, P. N. (1986). *Economía*. México: McGraw-Hill.

SBS. (20 de febrero de 2014). *Normas generales para las instituciones de Seguridad Social*.

Obtenido de Superintendencia de Bancos y Seguros:

http://www.sbs.gob.ec/medios/PORTALDOCS/downloads/normativa/nueva_codificacion/todos/L3_I_cap_I.pdf

Schiller, B. (2007). *Principios de Economía*. Madrid: McGraw-Hill.

Silvestrini, M. (10 de abril de 2015). *Fuentes de información primarias, secundarias y*

terciarias. Obtenido de [http://ponce.inter.edu/cai/manuales/FUENTES-](http://ponce.inter.edu/cai/manuales/FUENTES-PRIMARIA.pdf)

[PRIMARIA.pdf](http://ponce.inter.edu/cai/manuales/FUENTES-PRIMARIA.pdf)

Subsecretaría de Previsión Social. (24 de febrero de 2015). Obtenido de Sistemas

previsionales: http://www.previsionsocial.gob.cl/subprev/?page_id=7159

Uxó, J. (abril de 2003). *Expansión*. Obtenido de Diccionario económico:

<http://www.expansion.com/diccionario-economico/ahorro.html>

Anexo 1

Emisión de obligaciones

Año	Monto (miles \$)	Valor nominal promedio de los títulos	Número de emisores
2008	\$ 260,650.00		40
2009	\$ 177,900.00	\$ 24,304.00	39
2010	\$ 405,700.00	\$ 196,639.00	48
2011	\$ 332,450.00	\$ 26,571.00	62
2012	\$ 495,750.00	\$ 33,511.00	78
2013	\$ 585,050.00	\$ 31,491.00	66
2014	\$ 394,450.00	\$ 1,775.00	67
2015	\$ 348,000.00	\$ 941.00	
promedio últimos cuatro años	\$ 384,740.00	\$ 18,857.80	