

FACULTAD LATINOAMERICANA DE CIENCIAS SOCIALES
SEDE ECUADOR
MAESTRÍA EN ECONOMÍA
CONVOCATORIA 2005-2007

TESIS PARA OBTENER EL TÍTULO DE MAESTRÍA EN CIENCIAS SOCIALES CON
MENCION EN ECONOMÍA DEL DESARROLLO

“Microestructura del Mercado de Valores Ecuatoriano”

ANDRÉS DAVID ARAUZ GALARZA

Asesor de Tesis: Dr. Pedro Páez

Lectores: Dr. Marco Naranjo
Dr. Wilson Pérez

NOVIEMBRE 2009

Índice

Índice.....	2
Resumen.....	4
Prólogo.....	5
Agradecimientos	8
Introducción	9
Introducción	9
Capítulo 1 – Introducción al mercado de valores	12
1.1 El mercado de valores.....	12
1.2 Institucionalidad de los mercados de valores.....	14
1.3 Síntesis	16
Capítulo 2 – Fundamentos teóricos del mercado de valores.....	17
2.1 Microestructura de mercado	18
2.2 Diseño o arquitectura de mercado.....	20
2.3 La liquidez y el financiamiento.....	28
2.4 Síntesis	30
Capítulo 3 – Los países en desarrollo	31
3.1 Caracterización de los mercados emergentes	31
3.2 Microestructura de mercados emergentes.....	34
3.3 Situación presente de los mercados emergentes	36
3.4 Síntesis	37
Capítulo 4 – La agenda de reformas y una evaluación	39
4.1 Reformas en América Latina	39
4.2 Implementación y evaluación	45
4.3 Síntesis	50
Capítulo 5 - El mercado ecuatoriano	52
5.1 Historia.....	52
5.2 Actores del mercado de valores	56
5.3 Diagnóstico y caracterización	59
5.4 Síntesis	67
Capítulo 6 – Las reformas en el Ecuador.....	68
6.1 La liberalización financiera.....	68
6.2 Constitución y Ley de 1998	76
6.3 Dolarización y ‘transformación económica’	81
6.4 Síntesis	84
Capítulo 7 – La paradoja del ahorro y la inversión nacional	87
7.1 Diagnóstico del ahorro en el exterior.....	87
7.2 Medidas para regular la cuenta de capitales	90
7.3 Propuestas adicionales	93
7.4 Síntesis	95

Capítulo 8 – Propuestas de reformas de microestructura al mercado ecuatoriano	96
8.1 Objetivos	96
8.2 Demanda	97
8.3 Oferta	103
8.4 Instrumentos.....	105
8.5 Liquidez	106
8.6 Formación de Precios.....	109
8.7 Transparencia.....	111
8.8 Sistema transaccional.....	114
8.9 Costos transaccionales	115
8.10 Regulación y control.....	117
8.11 Comparación entre la microestructura vigente y la propuesta.....	119
8.12 Síntesis	122
Capítulo 9 – Conclusiones	124
9.1 Vulnerabilidades sistémicas.....	125
9.2 Regulación a la cuenta de capitales	126
9.3 Reformas a la Microestructura.....	127
9.4 Recomendaciones	129
Bibliografía	130

Microestructura del Mercado de Valores Ecuatoriano

Andrés Arauz G.*

Resumen

En el marco de una nueva arquitectura financiera, el rol del mercado de valores cobra mayor importancia. Las reformas estructurales de corte neoliberal desde la década de los noventa no han tenido éxito en desarrollar el mercado de valores nacional en sus propios términos, menos aún como un instrumento para canalizar el ahorro hacia el financiamiento del desarrollo nacional. Estas fallas se han dado por teorías erradas o ignoradas y por falta de consideración a la microestructura y realidades del mercado nacional. En este trabajo se propone encarar la problemática macroeconómica del ahorro e inversión nacional y plantea reformas específicas en la microestructura del mercado ecuatoriano en consideración de los antecedentes teóricos adecuados y de la realidad local, incluyendo el régimen monetario de dolarización *de jure*.

Abstract

As part of a new financial architecture, the role of the Ecuadorian securities market is gaining importance. The neoliberal structural reforms since the 1990s have not succeeded in developing the national securities market on their own terms; they have succeeded even less so as an instrument for channeling savings towards the financing of national development. These failures have been due to erred or ignored theories and lack of consideration of the national microstructure and market realities. This paper proposes addressing the macroeconomic issues of savings and domestic investment and recommends specific reforms in the Ecuadorian market microstructure taking into account the adequate theoretical background and the local reality, including the monetary regime of *de jure* dollarization.

JEL Classification: E44, G14, G18, O16, O54, Y40

* Bachelor of Science de la Universidad de Michigan, Ann Arbor con concentración en Economía y Matemáticas. Este trabajo es preparado como tesis de grado para la Maestría en Economía de Desarrollo de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, sede Ecuador.

Prólogo

Esta investigación se ha venido desarrollando por un largo tiempo. Como en toda investigación a profundidad, el contenido escrito solo refleja una parte del esfuerzo realizado y del conocimiento aprendido.

La motivación para realizar una investigación sobre el mercado de valores ecuatoriano se originó por mi trabajo hace cuatro años como pasante en el área de investigación y análisis de una casa de valores no vinculada a grupos financieros. En esa institución estuve expuesto a una de las primeras titularizaciones que se hizo en el Ecuador y apoyé en la estructuración de una emisión de obligaciones de la primera compañía limitada que salió a la bolsa. Con el asombro del potencial que representaba el mercado de valores para el financiamiento de las actividades productivas, decidí emprender en este proyecto de investigación como tesis de maestría en Economía del Desarrollo en la FLACSO.

Los vientos del cambio me llevaron a hacerme cargo de las estadísticas de la cuenta de capitales de la balanza de pagos en el Banco Central del Ecuador, donde aprendí sobre los movimientos de capitales con el exterior y capté con mucha rigurosidad la realidad monetaria del país. Impulsé y lideré la reforma metodológica de las estadísticas de balanza de pagos en el año 2007, que tuvo un impacto significativo en las cifras de inversión extranjera directa y adecuó algunas cuentas a la lógica de la dolarización.

Nuevamente, los vientos del cambio me llevaron al Ministerio de Coordinación de la Política Económica (MCPE), institución creada por el Presidente Rafael Correa para coordinar a las instituciones relacionadas con la política macroeconómica. En esa institución ocupé el cargo de asesor en política financiera del Ministro, Dr. Pedro Páez, quien a su vez tuvo a su cargo el asesoramiento de esta tesis. Durante mi tiempo de permanencia en el MCPE, las responsabilidades del cargo implicaron una interrupción en el trabajo de investigación de esta tesis durante casi dos años. Sin embargo, durante este tiempo participé activamente en la formulación de la política financiera del Gobierno Nacional. Afortunadamente, el tiempo en el MCPE fue una importantísima oportunidad para recabar información, conocer de cerca al

mercado de valores, dialogar con los actores y obtener acceso privilegiado a la problemática de este segmento de la economía nacional. El MCPE tuvo un rol protagónico en la elaboración de la Ley de Creación de la Red de Seguridad Financiera, documento en el cual se cristalizaron casi todas las hipótesis iniciales expuestas en el plan de tesis. En marzo de 2009 el Presidente de la República me nombró como su delegado alterno en el Consejo Nacional de Valores, el órgano regulador del Mercado de Valores. Hasta este momento, permanezco en ese cargo y lo ejerzo en cada sesión.

A lo largo de los cuatro años que lleva la investigación, incluyendo el período de “trabajo de campo”, el proyecto de investigación ha tenido importantes modificaciones. Me ratifico en casi todos los aspectos que manejaba como hipótesis al inicio de la investigación, y en este espacio quisiera referirme a algunos en particular.

El plan de tesis formulaba que la investigación derivaría en una serie de recomendaciones de política “en el margen”. Es decir, reformas puntuales que minimicen la resistencia pero que maximicen el impacto. Ese era el planteamiento por la férrea resistencia que mantienen los actores del status quo en este segmento de la economía nacional. Es sorprendente como mientras en muchos otros ámbitos de la realidad nacional el regionalismo ha sido superado o pasado a segundo plano, en el mercado de valores todavía se llega al absurdo de mantener normas diferentes según la región del país (dos Intendencias); se establecía hasta hace poco la obligación de invertir 50% en la Sierra y 50% en la Costa; existen dos bolsas cuando países como Colombia tienen solo una; existen dos sistemas transaccionales; y, para la nominación al Consejo Nacional de Valores, las autoridades deben contemplar el “equilibrio regional”. También se evidencian serios problemas de agente-principal en la gestión de las Bolsas de Valores: las autoridades nombradas para administrar las instituciones han pasado a tener más poder, en los hechos, que los propios dueños. No se han respetado importantes principios de gobierno corporativo que dicen pregonar y las instituciones se manejan con alta dosis de discrecionalidad. Las deficiencias del mercado de valores ecuatoriano no se han evidenciado en la sociedad civil, principalmente por su pequeño tamaño. Lamentablemente, es de interés de ciertos actores que el mercado permanezca pequeño para poder mantener su espacio de poder.

La relevancia de esta investigación es mayor a la de un inicio, porque las medidas macroeconómicas dispuestas por el Gobierno Nacional, y la visión y algunas señales del mismo, parecieran indicar una dirección clara: el mercado de capitales ecuatoriano pasará a ser un protagonista de la economía nacional. Justamente para preparar a la economía nacional, y entre estos al mercado de valores nacional para el nuevo orden económico y financiero, se deben impulsar reformas en la organización del mercado – en la microestructura del mercado de valores.

Si bien muchos de los elementos incluidos en esta investigación cuestionan algunos postulados de la economía ortodoxa, como la teoría de la eficiencia de los mercados (financieros), estos fueron escritos entre el año 2006 y 2007, haciendo referencia a importantes críticos de la ortodoxia, como Douglas Henwood (desde una perspectiva antropológica y marxista) o Ajit Singh (desde la corriente principal). La crisis financiera internacional desde el año 2008 ha sido una oportunidad estupenda para los académicos, porque ha roto paradigmas que se fundamentaban en posiciones políticas pero se habían incorporado como axiomas científicos. Entre los paradigmas rotos constan la seguridad y liquidez de los activos financieros en EEUU, el dólar como la divisa más fuerte, el vínculo entre la tasa de política monetaria y la tasa interbancaria, el financiamiento directo de déficits fiscales por parte de los bancos centrales (¡lo hizo la mismísima Fed!), la eficiencia de los mercados y la consecuente teoría de precios de activos financieros (CAPM). Y lo impensable: la regulación a las primas y remuneraciones de los ejecutivos y administradores de las instituciones financieras (!). Además ganan fuerza ciertos conceptos en la economía como los problemas agente-principal, el riesgo moral, el rol fundamental de los especuladores e intermediarios, la relevancia del impuesto Tobin, entre muchos otros. Ojalá esta sea una oportunidad para que la academia asimile esta crisis y pueda plantear alternativas sinceras y alejadas de intereses asociadas al poder del capital financiero oligopólico.

Este trabajo de investigación intenta plasmar alternativas transitorias críticas y viables, por lo tanto todavía está en la cancha del estatus quo y en los términos de la economía neoclásica. Esperemos que se pueda avanzar en la consolidación de nuevas alternativas políticas que abran el espacio para un nuevo orden económico nacional e internacional.

-A.A

Agradecimientos

Este trabajo no hubiera sido posible sin el traspaso de montos gigantescos de conocimiento y experiencias de Pedro Páez, a quién agradezco por la oportunidad de haberme podido formar parte de su equipo y generar interés, ganas y compromiso alrededor de la política pública. Una parte de lo que está escrito aquí es una minúscula parte de lo que hemos discutido. También quisiera agradecer los aportes profesionales que se reflejan en este trabajo que me dieron Alegría Sandoval y Fernando Simó. Agradezco también a los compañeros del Consejo Nacional de Valores, particularmente a Diego Garcés y a Patricia Ponce; a muchas personas conocedores del mercado por sus conversaciones; al Ministro Diego Borja y al Presidente Rafael Correa, por su confianza al permitirme representarlos en el Consejo. Para mi familia un agradecimiento especial.

Introducción

En el marco de una nueva arquitectura financiera, el rol del mercado de valores cobra mayor importancia. Las reformas estructurales de corte neoliberal desde la década de los noventa no han tenido éxito en desarrollar el mercado de valores nacional en sus propios términos, menos aún como un instrumento para canalizar el ahorro hacia el financiamiento del desarrollo nacional. Estas fallas se han dado por teorías erradas o ignoradas y por falta de consideración a la microestructura y realidades del mercado nacional. En este trabajo se propone encarar la problemática macroeconómica del ahorro e inversión nacional y plantea reformas específicas en la microestructura del mercado ecuatoriano en consideración de los antecedentes teóricos adecuados y de la realidad local. En todo momento, se debe tomar en consideración las condiciones especiales del régimen monetario de dolarización.

Presento una propuesta de reformas a la microestructura del mercado de valores ecuatoriano con el fin de contribuir a que éste sirva como un instrumento del desarrollo económico del Ecuador. El trabajo está dividido en tres partes, las cuales están compuestas por sus respectivos capítulos. La primera parte compuesta por tres capítulos presenta conceptos teóricos generales sobre el mercado de capitales. En la segunda parte trata sobre las políticas que se intentaron implementar alrededor de estos conceptos teóricos (capítulos cuatro a siete). La tercera parte concluye con propuestas de políticas, medidas e instrumentos definidos en los capítulos ocho a diez.

En el primer capítulo, se hace una introducción a los conceptos generales del mercado de capitales en el cual se lo contextualiza dentro del marco de la teoría neoclásica. En el segundo capítulo, se revisa la literatura sobre la teoría de la microestructura del mercado de valores, siempre refiriéndose a las imperfecciones del mercado de la economía neoclásica o a detalles del funcionamiento del mercado organizado generalmente ‘invisibles’ desde la economía neoclásica. En el tercer capítulo, se realiza una revisión crítica de los conceptos de los mercados ‘emergentes’ y sus diferencias con los mercados desarrollados.

En el cuarto capítulo se plantea contextualizar el mercado de valores ecuatoriano, incluyendo el debido marco histórico. En el capítulo cinco se evalúan las principales reformas estructurales

llevadas a cabo en los países latinoamericanos relacionadas con el mercado de capitales. En el capítulo seis se detallan las reformas implementadas en el Ecuador a través de un análisis de los instrumentos legislativos y se evalúa los resultados de estas reformas, refiriéndose a ciertos fundamentos teóricos y su efecto en el impacto de las reformas.

En el capítulo siete se plantea encarar la problemática macroeconómica del ahorro nacional e inversión nacional como condición insuficiente para impulsar el desarrollo del mercado de capitales ecuatoriano. En consideración de los antecedentes teóricos y de la realidad nacional, el capítulo ocho propone reformas en la microestructura del mercado ecuatoriano. Finalmente, el último capítulo concluye presentando hechos representativos de la realidad del mercado nacional y resumiendo elementos claves para convertir al mercado en un instrumento de desarrollo.

Primera Parte

Conceptos

Capítulo 1 – Introducción al mercado de valores

En este primer capítulo, se presenta características generales así como el marco teórico convencional relacionado al mercado de valores. También se presentan la caracterización de los mercados de valores en los países desarrollados así como los actores institucionales más importantes del sistema.

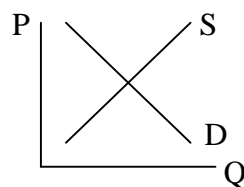
1.1 El mercado de valores

1.1.1 El mercado de capitales

El mercado de capitales es un espacio para transar derechos de propiedad a renta futura creada por una actividad en la cual se utiliza capital¹. De acuerdo a la literatura, existen los mercados intermediados, en los cuales los bancos asignan los recursos, y los desintermediados, en los cuales la oferta y demanda realiza una asignación eficiente de los recursos. Como veremos, los mercados “desintermediados” también tienen actores explícitos que actúan de intermediarios, y no sólo para cumplir como operadores del mercado, sino también como administradores de portafolios, de fondos de inversión y como consejeros de los inversionistas y empresas emisoras. Estos agentes aparentemente “neutrales”, ejercen un rol activo en la asignación de recursos, especialmente en mercados pequeños y altamente segmentados como el ecuatoriano.

1.1.2 Teoría de los mercados de capitales

Gráfico 1.1 – El mercado



Mientras que la teoría convencional neo-clásica presenta al mercado como una X permanentemente en equilibrio tal como podemos apreciar en el gráfico, existen diferentes

¹ Una buena síntesis sobre la *Cambridge Capital Controversy*, ver Stiglitz (1974)

enfoques teóricos al problema del mercado como tal, desde la antropología económica² y desde visiones más complejas y heterodoxas de la ‘ciencia’ económica. La microeconomía neoclásica y la economía financiera son dos campos ortodoxos pertinentes para el análisis del mercado de capitales desintermediado. La microeconomía neoclásica, en el marco de la Teoría del Equilibrio General, establece los llamados Teoremas del Bienestar: i) “un equilibrio competitivo asigna eficientemente los recursos” y ii) “una asignación eficiente puede ser sostenible con un equilibrio competitivo”. Sin embargo, no se puede llegar a estos teoremas si sus grandes supuestos no son validados: mercados completos, información perfecta, ausencia de externalidades y libre intercambio (competencia). En el ámbito de la economía financiera, la hipótesis de los mercados eficientes pasa a ser el supuesto central alrededor del cual se construyen los modelos para llegar a precios de los activos financieros. El *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) ha servido como base para desarrollar modelos de alta complejidad, pero que consideran como supuesto básico el *random walk*, camino aleatorio, usado por el “análisis técnico”. Este supuesto ha fallado en una serie de instancias, y en los casos más extremos han llegado a desatar crisis financieras con dimensiones internacionales.

1.1.3 Actores del mercado

En el mercado de valores intervienen varios actores que cumplen funciones específicas. La principal división es entre los actores públicos y los actores privados. Una transacción común en el mercado incorpora a una variedad de actores. El inversionista de última instancia, persona natural o jurídica, desea intervenir en el mercado, para lo cual se comunica con una casa de valores, que interviene en una bolsa de valores. La casa de valores se encarga de encontrar una contraparte, que incluso puede ser la misma casa de valores. El instrumento que se transa en el mercado puede ser de renta variable (como una acción) o de renta fija (como una obligación); este instrumento no puede ser transado al menos que haya sido aprobado y calificado por actores estatales y privados relevantes. De esta manera, el Estado cumple un rol de supervisor o regulador. Sin embargo, el Estado también puede intervenir directamente en el mercado como comprador (como el seguro social) o como vendedor (como el tesoro nacional).

² Ver Gudeman (2001) o Henwood (1998).

1.2 Institucionalidad de los mercados de valores

1.2.1 Contexto en el sistema económico capitalista

Los mercados de valores son componentes fundamentales en los sistemas económicos de las economías desarrolladas. El mercado de capitales es uno de los elementos más monitoreados dentro del análisis económico integral de las economías desarrolladas porque su actividad recoge los sentimientos y las expectativas agregadas con relación a la actividad económica.

En la mayoría de los países desarrollados, el mercado bursátil es importante pero no es el principal mercado financiero. El sistema bancario tiene mayor preponderancia en el financiamiento de las empresas europeas o japonesas, por ejemplo. En esos países los sistemas bancarios están más afincados a los territorios y mantienen ciertas vinculaciones con grupos empresariales. Esto refleja una relación de más largo plazo entre los deudores y acreedores, así como mayores niveles de confianza e información.

En otros países grandes pero no catalogados como del primer mundo como China o India, los mercados de capitales son dominados por poderosos bancos estatales y una fuerte regulación de los bancos privados locales, cuya acción es determinada por la planificación estatal estratégica.

1.2.2. Oferta y demanda

Es además el espacio donde se plasma el financiamiento de los más grandes proyectos de inversión privados y es el espacio de fondeo del Tesoro estadounidense. Es además el espacio para la participación de la ciudadanía en general en la estructura de propiedad de las más grandes y diversas empresas y conglomerados empresariales. Las administradoras de fondos mutuos que participan en el mercado bursátil representan a una gran parte de la población estadounidense, lo implica que el futuro bienestar y el patrimonio de esa parte de la población está expuesta a los vaivenes del mercado (Henwood, 1998).

1.2.3 Centros financieros

La bolsa de Nueva York además es el centro financiero más importante del mundo, en donde cotizan empresas de todo el mundo. Es el mercado más líquido a nivel global y el de mayor capitalización bursátil. En Estados Unidos, el mercado de valores es el ícono del capitalismo y es el elemento céntrico de los mercados financieros.

Además de la bolsa de Nueva York, existen otros centros financieros internacionales. La City de Londres es el centro de la negociación del oro y del mercado de dólares en Europa. Frankfurt es la ciudad donde se concentran los principales movimientos financieros en Europa Continental y es el lugar donde se decidió ubicar al recientemente creado Banco Central Europeo. Adicionalmente, en Asia la importancia se disputa entre Tokio y Hong Kong.

1.2.5 El mercado estadounidense

El mercado de capitales estadounidense está protagonizado por grupos financieros oligopólicos. No más de cinco entidades pueden acceder a las operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal; eso quiere decir que toda la liquidez en dólares se canaliza por esas entidades. En los Estados Unidos, los niveles de captura regulatoria, concebida en el marco de las “puertas revolventes”, es significativa, particularmente en los niveles más altos de las autoridades. La autoridad encargada de la supervisión del mercado de valores es la *Securities and Exchanges Commission*. Esta entidad tiene a su cargo el control y regulación de los mercados bursátiles y el mercado de capitales en general.

En casos de acción urgente para mantener la estabilidad de los mercados financieros, se ha creado un “Grupo de Trabajo sobre Mercados Financieros” formado por cuatro autoridades gubernamentales: el Secretario del Tesoro, el Jefe de la Reserva Federal, el Jefe de la SEC y el Jefe de la Comisión de Intercambio de Futuros de *Commodities*. Algunos medios le pusieron a este grupo el sobrenombre de “*Plunge Protection Team*”, en alusión a su misión de salvaguardar a los mercados de una hecatombe.

1.3 Síntesis

En este primer capítulo, se han introducido los primeros conceptos generales: los principales elementos teóricos convencionales respecto al mercado de valores, una breve descripción del funcionamiento del mercado a través de sus actores y la caracterización de los mercados de valores en los sistemas económicos de los países desarrollados.

Capítulo 2 – Fundamentos teóricos del mercado de valores

En general, todos los mercados de capitales reúnen la principal característica de un mercado: oferentes y demandantes. Sin embargo, no todos estos mercados son perfectamente transparentes, ni perfectamente competitivos y además, varían en la forma cómo los agentes interactúan para llegar a transar. Por ejemplo, los límites regulatorios con respecto a los valores permitidos para los inversionistas, la incorrecta o insuficiente divulgación de información por parte de los emisores, el poder de mercado de algunos actores son factores que no hacen que las condiciones de los teoremas del bienestar se cumplan.

Estos aparentes detalles –institucionales, informacionales, regulatorios, transaccionales– conjugan en la microestructura del mercado y son fundamentales al momento de determinar la relación entre oferta y demanda y, consecuentemente, en la formación de precios. “Microestructura de mercado” es el término con el cual se tituló el artículo de Mark Gorman (1976) refiriéndose a los mecanismos de formación de precios en las bolsas de valores. En términos generales, la teoría de microestructura de mercado es un intento para explicar la compleja formación de precios en contraposición con el imaginario ‘martillero Walrasiano’ (Biais, Glosten y Spatt, 2004) que está plasmado en la hipótesis de mercados eficientes y en el marco de la teoría del equilibrio general.

Como ámbito de política económica, la microestructura de los mercados puede corregir ciertas fallas de mercado, particularmente los englobados alrededor de la asimetría de la información. Las implicaciones macroeconómicas de la microestructura pueden llegar a ser muy importantes, ya que la corrección de las asimetrías de información pueden llegar a crear mercados contestables, es decir, verdaderos mercados con aglutinamiento de actores por el lado de la oferta y de la demanda y no mercados dominados por oligopolios que tienden a una mayor acumulación y concentración del capital. De no corregirse estas asimetrías, se pudiera derivar en una situación en la cual las diferencias en información son tan grandes que los agentes no informados se reusen a participar en el mercado. Por otro lado, se puede modificar la microestructura del mercado con instrumentos regulatorios o costos transaccionales que tengan importantes implicaciones a nivel agregado. Por ejemplo, un impuesto a las transacciones

bursátiles disminuirá el incentivo de participación de los actores especulativos, reduciendo la volatilidad de los precios de los activos financieros, pero también reduciendo la liquidez del mercado.

Considerando importantes avances en economía de la información y economía institucional, varios economistas financieros han expandido el alcance de la teoría de microestructura de mercado más allá de modelos financieros tradicionales. En el caso de la problemática agente-principal, se analiza por ejemplo el rol de los intermediarios bursátiles en la administración de portafolios de terceros. Por ejemplo, un administrador de portafolio busca maximizar su retorno personal al adquirir valores de mayor riesgo o valores estructurados por él mismo. También se analiza la captura regulatoria y como esta incide en la estructura del mercado. Un regulador o supervisor que no responde a los intereses generales y responde a intereses privados puede desestabilizar el mercado en desmedro de la mayoría de agentes. Un ejemplo claro de esto es la falta de sanciones para entidades que hayan violado las normas de divulgación de información o a calificadoras de riesgo que hayan presentado estudios deshonestos.

En las secciones a continuación, se presenta una revisión de los conceptos generales sobre la microestructura del mercado; luego se pasa revista a la taxonomía de diseño o arquitectura de mercado; en adelante se presenta una breve conceptualización sobre la liquidez; y, finalmente se exponen algunas aproximaciones sobre la microestructura de los mercados emergentes.

2.1 Microestructura de mercado

2.1.1 Teoría de la microestructura

Madhavan (2000) agrupa el trabajo en la teoría de la microestructura en cuatro campos, según su advenimiento histórico. (1) Formación y descubrimiento de precios, que incluye asuntos como los determinantes de los costos de transacción y la incorporación de la información al precio. (2) Estructura y diseño de mercado, que incluye la relación entre la formación de precios y los protocolos de intercambio. Esta área incorpora asuntos de normatividad transaccional y regulación y su efecto en la liquidez y calidad del mercado. Para ilustrar, si permitimos una

mayor participación de actores habrá más liquidez o si hacemos una subasta al día o varias subastas al día. (3) Información y transparencia, que incluye la habilidad de que los agentes puedan observar información de los procesos de transacción. Se estudian la información ex-ante y ex-post que afecta el comportamiento de los agentes. Generalmente, a mayor transparencia, mayor información y mejores precios. (4) Interrelación entre los campos de la microestructura y otras áreas financieras, como las finanzas corporativas (como emisores e inversionistas del mercado) y finanzas internacionales. Esta área está abierta a nuevas posibilidades de investigación y cobran mayor importancia con la internacionalización de los mercados de capitales.

O'Hara (1997) sostiene que resulta muy difícil realizar un trabajo comparativo de las microestructuras que sea de calidad. Sin embargo, sí es posible realizar un trabajo exhaustivo sobre la microestructura de un mercado, con amplia cobertura, aunque diseñar un modelo para explicar la formación de precios sigue siendo un trabajo complejo. En su libro, *Market Microstructure Theory*, O'Hara expone una variedad de teorías microeconómicas incluyendo modelos de (1) inventario de *market makers*, (2) privilegio de información, (3) agentes estratégicos informados y (4) agentes estratégicos no informados. También expone bases teóricas sobre temas de diseños de mercados viables, estables y líquidos. El *market maker* es un intermediario monopolístico especializado en un activo financiero en particular que mantiene un inventario de dicho activo y que centraliza las compras y ventas de dicho activo financiero. Si se trata de un activo más líquido, su margen de intermediación es menor. Por otro lado, los agentes estratégicos son importantes fuentes de información para el resto del mercado dado que su comportamiento se convierte en una señal para el resto del mercado. En nuestro caso, por ejemplo, el Seguro Social es un agente estratégico (debatible si es informado o no) y por su conocida aversión al riesgo, si éste adquiere un valor, el resto del mercado lo interpreta como un valor seguro y procede a adquirirlo también.

Debido a la poca variabilidad de precios por el limitado volumen bursátil del pequeño mercado ecuatoriano, dentro de los componentes teóricos de la microestructura, esta investigación prioriza el diseño estructural más que el proceso de formación de precios.

2.2 Diseño o arquitectura de mercado

En adelante se exponen las alternativas de la ‘arquitectura de mercado’ que son expuestas por Madhavan (2000) en cinco categorías generales: el tipo de mercado, el descubrimiento de precios, la forma de ordenar, los protocolos y la transparencia. Vale recalcar que la arquitectura, el conjunto de regulaciones y las instituciones de los mercados varían considerablemente en todo el mundo. Por lo tanto, la presente introducción de sistemas transaccionales, diseños regulatorios y diseños institucionales es necesariamente limitada y no incluye la totalidad de posibilidades.

2.2.1 Tipo de mercado

Periodicidad. El tipo de mercado puede ser catalogado como continuo o periódico. Los mercados continuos son ininterrumpidos y los agentes pueden transar a cualquier momento a diferentes precios. Los mercados minoristas de alimentos, por ejemplo, son mercados continuos ya que uno puede comprar a distintos precios y a distintos vendedores. Los mercados periódicos ocurren en momentos determinados y todos los agentes involucrados transan a un precio o en una banda de precios (Cárdenas y Rojas, 1996). Un mercado periódico es más útil para bienes de menor certidumbre sobre su valor y que requieren una concurrencia suficiente para llegar a un precio adecuado. Ciertas ferias periódicas son la ocasión para aglutinar a suficientes actores oferentes y vendedores con el fin de lograr una estructura de competencia, aunque sea en un período de tiempo definido.

Concurrencia. El mercado puede llevarse a cabo mediante subasta o mediante intermediario. Un mercado mediante subasta asigna un período de tiempo para que se realicen ofertas y demandas y se transe al final del período empatando las ofertas y demandas. Un mercado mediante intermediarios (*market makers*) es más dinámico, ya que los *market makers* manejan sus inventarios de activos y concretan transacciones en el mercado rápidamente, con ganancias dependientes del diferencial de compra-venta.

Según Glosten (1989), en presencia de asimetría de información, el poder monopolístico del especialista (*market maker*) neutral al riesgo brinda la estabilidad al mercado. La Bolsa de

Nueva York funciona de esta forma, con un único especialista que maneja todas las transacciones accionariales por compañía³. El modelo desarrollado por Glosten (así como la mayoría de modelos de microestructura) asume un activo con precios aleatorios y de alta liquidez. En este esquema pudiera pensarse que el especialista concentra poder de fijación de precios como único intermediario. Sin embargo, su restricción es el tamaño de su inventario con relación a los montos emitidos y transados, pero suficiente para los volúmenes transados entre los períodos de ejecución. La neutralidad al riesgo del especialista se da justamente por su baja exposición al activo financiero y por su función de intermediador y no de inversionista. Vale tener en cuenta que la condición de alta liquidez aún es severamente limitada en el mercado ecuatoriano.

Otra alternativa es planteada por Madhavan (1992): con asimetría de información, si el mercado es periódico (*call driven*, cuando las órdenes de los agentes se registran y luego se despachan en un punto en el tiempo al mismo precio). Dado que los precios son idénticos para los agentes racionales, éstos anticiparán correctamente los precios en el futuro *en su conjunto* (en promedio), así eliminando el problema de asimetría de información. El problema surge, según Madhavan, cuando el valor se transa infrecuentemente, el proceso de convergencia de precios implica mayores costos para obtener la información necesaria. Esta propuesta tiene más posibilidades de asimilarse al caso ecuatoriano por la infrecuente transaccionalidad de los valores en el mercado secundario.

Anonimidad. Los mercados también pueden ser electrónicos, los cuales son descentralizados y coordinados a través de computadores, o de piso, los cuales requieren la presencia física de los agentes de bolsa. Los mercados electrónicos son más oportunos e implican menos costos transaccionales, sin embargo, la transferencia de información mediante la comunicación entre los agentes es significativamente menor. La bolsa de Nueva York es la bolsa más grande que aún se mantiene como rueda de viva voz y requiere la presencia física de los agentes. Es interesante como las expresiones faciales, el lenguaje corporal, las conversaciones telefónicas con sus clientes, entre otros, son señales para el resto de los agentes presentes. En este caso, la vigencia en el tiempo de un diseño de mercado tiene dos alternativas posibles: 1) es el diseño más

³ Cárdenas y Rojas (1996) establecen que el promedio es de 3.7 compañías por especialista.

apropiado y eficiente y por lo tanto ha perdurado en el tiempo; o 2) se debe a la historia y a costumbres de los agentes del mercado. Es interesante, por ejemplo, preguntarse por qué la rueda de viva voz ha perdurado tanto tiempo incluso conviviendo con el desarrollo de sofisticados mecanismos de intercambio electrónico⁴.

Teóricamente, un mercado también debe cumplir la condición de anonimidad, lo cual no es un supuesto duro, y menos aún en un mercado pequeño o segmentado. Es fácilmente violable ya que los corredores de bolsa, al conocer el flujo de órdenes de sus clientes y además su posible comportamiento futuro, pueden tomar ventaja para beneficio personal o institucional. Sin embargo, esto tiene mayores consecuencias que la violación de un supuesto teórico ya que un mercado de valores pequeño es altamente personalizado y por tanto sus actores pueden incurrir a menudo en ‘riesgo moral’. Una solución parcial a este problema es el sometimiento de los operadores y entes del mercado a un Código de Ética para tratar de regular el conflicto ‘principal – agente’. La evolución de los mercados a sistemas electrónicos reemplazando a los de viva voz y la integración de varias bolsas hacia algunas de mayor escala para des-localizar la intermediación han sido algunas de las soluciones parciales propuestas.

2.2.2 Descubrimiento de precios

Fragmentación. El descubrimiento de precios se refiere a la trascendencia del mercado bursátil como espacio de encuentro respecto al mercado universal (extrabursátil) para un activo específico. Las bolsas autónomas son aquellas cuyo movimiento bursátil es suficientemente grande y cuyos precios son relativamente invariables ante ofertas y demandas exógenas. Las bolsas satélites se caracterizan porque sus precios dependen del cúmulo de transacciones en otra bolsa. Por ejemplo, la bolsa de Sao Paulo es autónoma con respecto a la bolsa de Madrid en el caso de las acciones de Petrobras.

La existencia de múltiples ‘ubicaciones’ de un mercado se denomina fragmentación de mercado. Según un análisis teórico de Pagano (1989) no debería haber fragmentación de mercado en el

⁴ El caso de la BVQ es muy simpático: una vez al mes, se lleva a cabo la rueda de viva voz para que los operadores de bolsa puedan reencontrarse y recordar viejos tiempos – una muestra de lo personalizado del mercado en Quito.

largo plazo, ya que si existe competencia, la bolsa con menores costos se llevaría la totalidad del mercado. Bessembinder y Kaufman (1997) demuestran que sí pueden coexistir dos mercados paralelos si tienen acciones autónomas y satelitales de forma recíproca. Esto calza al sistema ecuatoriano precisamente por la característica regional que tienen los emisores, las bolsas y los entes reguladores y legales. Estos vienen a ser no solo mercados fragmentados sino también mercados cautivos en el aspecto geográfico y sectorial, cuyos orígenes son históricos y responden a las estructuras productivas de las distintas zonas de influencia de las bolsas ecuatorianas.

Agentes y riesgo. Ciertos modelos de microestructura intentan explicar los desplomes de las bolsas. Estos modelos incluyen elementos interesantes como la especulación, la existencia de un sub-conjunto de agentes mitigadores (*hedgers*) que desequilibran las expectativas racionales del conjunto, y activos sintéticos (como participaciones de los portafolios de seguros) que multiplican los efectos desestabilizadores (Amati y Pflleiderer, 1991). A pesar de ser innovadores, estos modelos no contemplan los conceptos teóricos alrededor de los “espíritus animales” planteados por Keynes, la cual se basa más en consideraciones de tipo psicológicas (denominadas irracionales en el argot de la economía neoclásica) que financieras.

En estos modelos sostienen que mientras más grande sea el tamaño en número de agentes del sub-conjunto con atracción al riesgo (*risk lovers*) se generará más volatilidad en los precios de los activos financieros. Esto ocurre porque estos actores, acorde con su atracción al riesgo, buscan mayores rentabilidades. La fuente de ganancia de estos agentes no se da por la tasa de interés asociada al activo financiero sino por las variaciones de precios en períodos cortos. Estas ganancias superan los rendimientos que obtiene el inversionista averso al riesgo mediante el interés al vencimiento. La demanda simultánea de los especuladores alimenta la presión al precio hasta llegar a un nivel de ganancia que no supere la tasa de interés al vencimiento, momento el cual cesa la demanda y las expectativas de demanda de ese activo súbitamente, lo cual puede desencadenar en un atentado contra la estabilidad del mercado de ese activo. Por otro lado, los agentes aversos al riesgo realizan sus inversiones con menor oportunidad y frecuencia y generalmente en el mercado primario; estas adquisiciones se convierten en información para los otros agentes. Esto nos indica que los precios y volúmenes transados en el mercado secundario

con respecto a los montos emitidos pueden ser indicadores valiosos de alerta frente a la estabilidad de un mercado. La mejor forma de evitar una explosión de una burbuja especulativa es previniendo que ésta se genere.

2.2.3 Orden de valores

Entre las formas de ordenar valores, se incluye un amplio rango de opciones. Un operador puede ordenar una oferta o demanda de un título valor a diferentes condiciones de precios: al precio del mercado, en una banda de precios, a un límite, a través de pre-negociación, adquiriendo canastas de valores, intercambiando valores, entre otros. Estos mecanismos de transacción varían ampliamente en el mundo y tienden a ofrecer muchas de estas opciones simultáneamente. La forma de ordenar valores tiene implicaciones con relación a la revelación de información disponible para los actores no involucrados en la transacción.

Un título-valor se puede transar de varias maneras, sin la necesidad de pasar por la bolsa de valores y marcar precio. Existen mecanismos de transacción extra-bursátiles, que ocurren típicamente entre instituciones bancarias o entre inversionistas institucionales. En Alemania e Italia, especialmente, estos mecanismos tienen mayor protagonismo por el modelo fuertemente bancario (a diferencia del modelo menos intermediado de los EE.UU.). También existen transacciones ‘bloques’, en los cuales se negocian porciones sustanciales de las acciones de una empresa sin la condición de anonimidad. La existencia de tal ‘poder de mercado’ altera los precios de mercado y modifica las expectativas del resto de agentes con posición en tal título-valor.

La forma de ordenar valores varía de acuerdo a consideraciones de economías de escala por costos transaccionales y posible impacto en el precio de las acciones para el resto de los agentes. Por ejemplo, cuando una empresa está interesada en tomar posesión de otra, generalmente se pre-negocia un precio con el accionista mayoritario sin que este proceso sea divulgado al resto de los accionistas. Si emerge un rumor sobre una posible adquisición, tal información se debería incorporar al precio de las acciones en el mercado y podría retroalimentar al proceso de negociación entre las partes. Por otro lado, en el caso de una toma de posesión hostil, el potencial

inversionista hace una cotización en la bolsa atractiva para los accionistas minoritarios pero con un umbral de volumen que implique el consentimiento del mayoritario, de esta forma generando una presión (hostil) para que la venta se lleve a cabo. En el mercado de las compras públicas, por ejemplo, sería análogo a una contratación directa por sobre un concurso público.

2.2.4 Protocolo

El protocolo contiene las reglas específicas para desenvolverse en el mercado. Éstas determinan el camino que deben recorrer los precios para llegar al equilibrio (si es que este existe). Aquí, incluso pueden entrar reglas no operativas, como un código de ética, o alguna tradición implícita (llamar por teléfono a la contraparte antes de concretar una negociación) que se podrían considerar aspectos institucionales.

Pero más allá de convenciones idiosincráticas, los actores del mercado se deben regir bajo la normatividad legal vigente. Existen varios niveles de normatividad en el mercado financiero, comenzando por leyes generales, entrando a regulaciones y disposiciones provenientes de entes reguladores estatales y finalmente normas expedidas por entes privados como las bolsas de valores. Según algunos pensadores (Henwood, 1998), la razón por la cual existen varias capas regulatorias en el mercado financiero, es porque el mercado crediticio se basa básicamente en la fe – es decir, en la creencia que se reembolsará el valor prestado. En casi todos los casos, las obligaciones privadas libremente transables no están garantizadas por ente estatal alguno y por lo tanto el inversionista confía en que su inversión sea devuelta. Cuando la confianza es menor, busca todas las protecciones y garantías posibles, o por lo menos, contar con la mejor información posible para tomar una mejor decisión. Vale recordar que la palabra crédito proviene del latín *credit*: creer (Henwood, 1998). Cuando se otorgan préstamos vinculados no se solicitan garantías porque el nivel de confianza es mayor; cuando se realiza un préstamo a un anónimo, generalmente se evalúa su historial crediticio (información) y se solicitan garantías (desconfianza).

La teoría del equilibrio general promulga que los mercados competitivos son eficientes. Sin embargo, como se indicó al inicio de este capítulo, supone competencia perfecta, información

perfecta y la ausencia de externalidades. En general, la existencia de estos mercados es casi imposible y son menos posibles aún en los mercados financieros en donde la asimetría de la información es una constante. Para este fin, el mercado de fondos prestables (oferta y demanda de capital financiero) ha generado una serie de instrumentos regulatorios para reducir las asimetrías de información.

La hipótesis de los mercados eficientes es uno de las propuestas teóricas corolario de la teoría del equilibrio general para los mercados financieros. Esta hipótesis indica que los precios son eficientes en términos de la información. Es decir, que los precios de los activos en todo momento ya incorporan toda la información disponible respecto a dichos activos. El principal supuesto que hace esta hipótesis con relación a la naturaleza humana es que los agentes del mercado son omniscientes y que con sus expectativas racionales en promedio pueden también prever el futuro a la perfección. De esta hipótesis se deriva que la variación de los precios de los activos financieros se da por procesos estocásticos o aleatorios. Como parece bastante lógico a primera vista, la hipótesis no tiene asidero en la vida real. La gran mayoría de las regulaciones contemplan instrumentos que explícitamente se contradicen con esta hipótesis. Por ejemplo, existen disposiciones con relación a la información privilegiada, a la manipulación del mercado, obstáculos a la especulación, requieren divulgación de la información periódica (no continua) y detallada, entre otras.

Por lo tanto, realizando un análisis de la regulación desde la economía convencional, se puede demostrar que en los mercados financieros existen varias imperfecciones como externalidades, instancias incompletas, fallas y asimetrías que llevan a resultados sub-óptimos. Las imperfecciones incluyen la externalidad del riesgo (el impacto no es limitado y puede llegar a convertirse en sistémico), externalidades de información (reflejada imperfectamente en los precios disponible al público), competencia destructiva (efectivamente un juego de suma cero cuando el ganador obtiene instantáneamente poder de mercado) entre otros. A través de la regulación, se eliminan algunas de las imperfecciones y se llegan a resultados más eficientes y más estables (Dodd, 2002).

2.2.5 Transparencia

La transparencia es una variable que no se puede catalogar de forma dicotómica, esto quiere decir que no se puede catalogar a un mercado como transparente o no transparente. Más bien existe un rango de opciones, con diferentes criterios sobre lo que es la transparencia. Principalmente, involucra al grado de información divulgado sobre las transacciones en el mercado, pero también abarca aspectos legales. O'Hara (1997) define a la transparencia como "la habilidad de los participantes del mercado para observar información sobre el proceso de intercambio". Madhavan (2000) muestra la multi-dimensionalidad del campo de la transparencia: la cantidad de información (precios, volumen), calidad (límites de las órdenes en la demanda y oferta, *spreads* de los intermediarios), 'anonimidad' (identificación de los *traders* o a quién éstos representan), difusión (al público, a los operadores), los motivos de compra/venta, o si hubo negociación previa antes de una transacción a espaldas del mercado. Otras categorías importantes incluyen el nivel de agregación de los datos, el nivel de detalle de las estadísticas, la transparencia de los costos efectivos y el tiempo de la divulgación (*ex-ante* o *ex-post*).

En un mercado de mayor transparencia es menos costoso obtener información y el precio resultante será más apegado al equilibrio entre la demanda y oferta porque los agentes ajustan su comportamiento más rápidamente. En un mercado menos transparente, existirán agentes privilegiados, que podrán obtener ganancias por arbitraje a costa de agentes sin información privilegiada.

Mientras mayor transparencia exista en el mercado, los agentes obtienen más información, y pueden tomar mejores decisiones. La transparencia de la información ha sido un pedido significativo de las sociedades con mercados de valores profundos, por lo tanto la regulación se enfoca en muchos casos en que divulgue la mayor cantidad de información para acceso del público y de los entes estatales supervisores.

2.2.6 Recapitulación

En los párrafos precedentes, se expusieron y ejemplificaron las alternativas de diseño de mercado propuestas teóricamente por Madhavan (2000). Se recalca la importancia de la regulación alrededor de la asimetría de la información.

2.3 La liquidez y el financiamiento

En esta sección se presentan la óptica de la liquidez desde el lado del financiamiento para una empresa, seguida por la visión de la liquidez desde la óptica de manejo de portafolio. Finalmente, se caracterizan las condiciones para que un activo se considere líquido.

2.3.1 Liquidez como financiamiento

Aunque parece poco creíble que persiste el debate teórico de si las finanzas influyen en el sector real o si los mercados financieros siguen a los mercados reales⁵, este trabajo supone lo primero. El argumento principal se fundamenta en el hecho que se requiere acceso a capital líquido (financiamiento) para poder llevar a cabo la actividad productiva.

Desde el punto de vista de una empresa, la liquidez es la disponibilidad de fondos que le permite llevar a cabo su operación en el tiempo. Cuando las empresas generan excedentes de liquidez al mantener disponibles sus ganancias, entran en una lógica de inversionista financiero con el objetivo ya no de administrar esa liquidez en una óptica operativa sino una rentista. Pero por lo general, una empresa no puede llevar a cabo su proceso de producción y transformación (o de intermediación) si no cuenta con liquidez inicial a través de la cual realiza la adquisición de materia prima. El acceso a esa liquidez se da mediante financiamiento, ya sea a través crédito bancario o a través de la emisión de valores de deuda o de participación. Una vez que se ha llevado a cabo el proceso de producción y transformación y se realiza la venta del producto terminado, la empresa obtiene liquidez con lo cual se repaga al acreedor.

2.3.2 Liquidez de portafolio

⁵ Para una síntesis del debate, ver Levine (2004).

Desde la óptica de los activos financieros, la liquidez no es un término de definición simple, y no siempre ha sido considerada beneficiosa. Keynes (1936, en O'Hara, 1997) dijo “De los máxims de las finanzas ortodoxas, ninguna es más anti-social que el fetiche de la liquidez, la doctrina que es una virtud positiva de parte de las instituciones de inversión a concentrar sus recursos en títulos ‘líquidos’”. O'Hara resalta la paradoja que mientras la liquidez sí es beneficiosa para los agentes individuales dedicados a la administración de activos financieros, su búsqueda puede imponer costos a la sociedad (al conjunto del mercado) permitiendo e incluso incentivando a la fuga de capitales y a la inestabilidad del sistema. Las crisis financieras ocasionadas por el capital ‘golondrina’ son ejemplos de repercusiones que puede traer el ‘fetiche’ de la liquidez. Se puede decir que la liquidez desde una óptica de portafolio incentiva un comportamiento especulativo y no uno de inversión a largo plazo, lo que puede resultar en problemas de inestabilidad de los mercados.

¿Pero por qué es tan importante la liquidez en los mercados financieros? La liquidez tiene esa importancia en los mercados financieros porque es lo que permite al inversionista entrar o salir de sus posiciones. Es una condición que responde a lo contingente. Para las empresas también es útil que existan mercados de liquidez porque de necesitar capital líquido puede acudir al mercado secundario e intercambiar activos ilíquidos por dinero.

2.3.3 Condiciones para la liquidez

¿Cómo se logra que un activo sea líquido? Para que un activo sea líquido, debe tener una demanda permanente que esté dispuesta a adquirirlo en el mercado secundario oportunamente y sin descuentos significativos. La demanda se genera si en un momento futuro este activo puede volver a ser liquidado fácilmente o puede servir como medio de pago. Una vez que ciertos activos han desarrollado mercados líquidos alrededor de ellos, empiezan a ser utilizados como medios de pago. Una alternativa para que los valores tengan demanda es que sea de uso obligatorio para algún fin en particular⁶. Por ejemplo, en el mercado estadounidense un certificado del Tesoro se considera “*as good as cash*” - igual que el dinero (Henwood, 1998).

⁶ Tomar en cuenta una nota de crédito tributaria para el pago de impuestos, por ejemplo; o un certificado de inversión emitido por la CFN para cumplir con las reservas mínimas de liquidez.

2.4 Síntesis

En este capítulo se han examinado los conceptos generales sobre el mercado de valores. En la revisión de la microestructura se determinó la importancia de la información asimétrica y la regulación como un instrumento para encarar esa problemática y viabilizar los mercados financieros. De la misma sección y de la próxima se derivó la importancia del diseño de mercado y su relación con la liquidez y el financiamiento, particularmente la importancia de la concurrencia de suficientes actores que generen una demanda crítica.

Capítulo 3 – Los países en desarrollo

Entre la cantidad de términos existentes para categorizar a los países en vías de desarrollo está el de “mercados emergentes”⁷. Este término engloba la idea que la profundización o crecimiento del mercado es sinónimo de desarrollo. El desarrollo de los mercados financieros era concebido como el principal elemento que califica el ‘desarrollo’ de un país. En ese caso, vale preguntarse qué significó desarrollar el mercado de valores. ¿Qué debió significar para nosotros?

En este capítulo, dividido en cuatro secciones se cubre lo siguiente: una caracterización general de los mercados emergentes desde un enfoque estructural; la microestructura de los mercados de valores emergentes; y tercero, un diagnóstico del estado actual de los principales mercados emergentes a nivel mundial.

3.1 Caracterización de los mercados emergentes

Para los fines de este trabajo, en esta sección se procede a realizar una caracterización de los mercados emergentes en yuxtaposición con los mercados desarrollados desde la perspectiva teórica de la economía convencional. Es decir, se asumirá que los mercados desarrollados son paradigmáticos y que los mercados emergentes están llenos de distorsiones, imperfecciones, fallas, etc. Los puntos a presentar están en ámbitos de política cambiaria y monetaria, en la dotación de capital, las prácticas empresariales y la estructura del sistema financiero.

3.1.1 Política cambiaria y monetaria

Una de las principales observaciones que realizan capitalistas en el mundo financiero es la política cambiaria y monetaria del país donde piensas invertir en activos financieros. A los inversionistas les interesa mucho preservar el capital de su inversión, es decir, que el rendimiento financiero real sea mayor a cero. Para este fin, requieren una política monetaria que reduzca la inflación a niveles tolerables que permitan generar ganancias reales en las inversiones

⁷ El Comité que trata a estos países de la IOSCO – Organización Mundial de Comisiones de Valores – se denominaba “Comité de Desarrollo”. En 1995, se cambió el nombre a Comité de Mercados Emergentes

financieras. Esta es una de las razones del por qué los segmentos del capital financiero ejercen la presión constante a mantener bajos niveles de inflación, más allá de las preocupaciones de la disminución del poder adquisitivo de la población en general.

Por otro lado, la preocupación con relación a la política cambiaria está asociada a la libertad de poder liquidar su inversión y salir del país. Al tomar la decisión de invertir, el capitalista considera también sus opciones de salida. Una inversión a largo plazo en un país que tiene restricciones a la salida de utilidades o controles cambiarios que no le permitan recuperar su capital es definitivamente menos preferible a una inversión a corto plazo fácilmente liquidable, fácilmente convertible a divisas y sin restricciones con relación a la movilidad del capital. A este hecho habría que añadir una posibilidad de ganancia, que proviene por el lado de cambios en el valor de la moneda local frente a la divisa internacional convertible. Si el inversionista obtiene garantías sobre la relación de tipo de cambio en el tiempo, podrá incorporar esa información en el rendimiento esperado y proceder a realizar la inversión.

Incluso se podría argumentar que independientemente de la política cambiaria o monetaria, al inversionista le interesa tener previsibilidad de que esas políticas no van a estar sujetas a modificaciones súbitas o sustanciales. Generalmente los mercados emergentes tienen cambios sustanciales en sus políticas cambiarias y monetarias, que generan alta volatilidad a los tipos de cambio y a los precios. Esto se consideraría como una distorsión, ya que no cumple con el supuesto de las expectativas racionales contemplado en el funcionamiento de los mercados desarrollados.

3.1.2 Dotación del capital

Este acápite cubre las diferencias en términos de la distribución del capital en las sociedades y en las economías emergentes frente a las desarrolladas. Los países ricos generalmente presentan índices de desigualdad de riqueza mucho menores a los de los países pobres. No es este el espacio para intentar explicar dichas diferencias, pero basta con indicar los mayores ingresos por conceptos salariales y en condiciones de acceso al financiamiento.

En los mercados desarrollados, la base de inversionistas es amplia, en términos de inversionistas institucionales así como de inversionistas individuales. Las empresas y los ciudadanos conforman fondos mutuos de inversión, instrumentos comunes para lograr economías de escala y generar oportunidades de inversión capitalista interesantes. Por otro lado, en los mercados emergentes la base de inversionistas potenciales es muy pequeña dada que la mayoría de la población es pobre y de tener fondos no tiene acceso a los medios institucionales para incursionar en el mercado de capitales. Esta falta de actores oferentes de capitales genera un vacío estructural significativo que orienta aún más hacia una estructura oligopólica concentradora. Se inviabiliza la concurrencia de actores y el proceso de formación de precios replica la estructura de dotación del capital.

Desviándonos nada más un momento, es cuestionable que se considere el umbral de capital disponible en la población como un impedimento para el desarrollo de los mercados. Como veremos más adelante, sí es posible estructurar mercados que no requieren umbrales de capitales del tamaño del ‘primer mundo’. Existen iniciativas productivas de requerimientos de capital relativamente bajos, como se refleja en las economías populares de los países pobres. Adicionalmente, se debe indicar que es la estructura de intermediarios y sofisticación elitista del mercado de capitales tradicional es un elemento que imposibilita el acceso de inversionistas pequeños. Con un adecuado diseño de intermediación e instrumentación, se puede hacer viable la participación de inversionistas pequeños.

3.1.3 Prácticas empresariales

En los países desarrollados, la estructura de gobernanza empresarial está desarrollada de acuerdo a una lógica capitalista en la cual la administración del negocio está generalmente desvinculada de la propiedad del mismo. Las empresas operan bajo un marco formal supervisado por distintas entidades.

En los mercados emergentes, una gran parte de las empresas es de estructura de propiedad cerrada y tiene fuertes vínculos con la administración del negocio. La estructura es generalmente de tipo familiar y gran parte del relacionamiento (frente al Estado, frente a sus trabajadores,

frente a la comunidad) es de carácter informal. Debido a estos hechos, se torna complejo que una empresa se adapte a los requerimientos formales, de divulgación de información y de disciplina que exige la transparencia de la cotización al público.

Esto limita la disponibilidad de demandantes de capitales en el mercado y genera un incentivo para acceder al sistema bancario, en el cual no se requieren transparentar todas las cuentas ni presentar información administrativa y legal periódicamente.

3.1.4 Estructura del sistema financiero

Por la razón expuesta anteriormente, y por otras adicionales, la estructura del sistema financiero en los mercados emergentes es generalmente distinta a la de los mercados desarrollados. Los mercados emergentes se caracterizan por tener unos mercados financieros poco profundos, en los cuales el financiamiento en términos del tamaño de la economía es muy reducido. La participación de la población en el sistema financiero formal es baja. Los mercados bursátiles no son profundos ni céntricos en la vida económica nacional. Por lo tanto, los mercados financieros son generalmente dominados por bancos, e incluso con presencia de banca estatal. Existe desconocimiento respecto a la posibilidad de financiarse a través del mercado de valores y los intermediarios de valores no son capaces de diseñar instrumentos innovadores para potenciales clientes.

3.2 Microestructura de mercados emergentes

En esta sección se hace una breve revisión de la poca literatura existente sobre la microestructura de los “mercados emergentes”, que en su mayoría es descriptiva y no brindan modelos de ‘búsqueda de equilibrios’. Se puede destacar los trabajos de Glen (1994), sobre la microestructura de varias bolsas emergentes, Dattels (1995) sobre la microestructura de los bonos gubernamentales de países emergentes, Cárdenas y Rojas (1996) y Ayala y Olaya (1995) sobre la microestructura de las bolsas colombianas, y Maghyreh y Omet (2003) sobre la microestructura resultante de una reciente reforma de la bolsa jordana.

Jack Glen (1994) ha sido prácticamente el único en discutir la microestructura de los países en desarrollo, con la conclusión más destacada siendo la tendencia hacia la automatización de los sistemas transaccionales y la voluntad a innovar. Glen menciona que “la habilidad de los mercados financieros para atraer capital privado depende de la naturaleza institucional de los mercados, función de la estructura regulatoria y la microestructura.” Mientras que Glen considera a la regulación como un elemento exógeno (aunque admite su importancia), este trabajo considera a la estructura regulatoria como la cimentación de la microestructura de mercado. Glen analiza siete bolsas emergentes, relativamente grandes (BEC, BM&F, BMV, BOVESPA, ISE, JSE, SET⁸), pero no se ventura a calificar sus méritos o deficiencias. “La tentación a juzgarlas ha sido evitada a propósito... Estos mercados son sistemas complicados que involucran a un gran número de actores interrelacionados... Además, no hay trabajos empíricos sobre las implicaciones de la microestructura en estos mercados.”

El trabajo de Cárdenas y Rojas (1996) sobre la microestructura del mercado colombiano es descriptivo y en vez de contar con una evaluación teórica del diseño de mercado, basa sus recomendaciones en los resultados de una encuesta a las comisionistas colombianas. En sus conclusiones, los autores vertieron lo siguiente.

El sistema de funcionamiento de las bolsas es ineficiente debido a la existencia de múltiples problemas operativos... la falta de transparencia y de eficiencia del mecanismo de transacciones de renta variable, la ausencia de continuidad en el mecanismo electrónico de transacciones de renta fija... y la falta interés de algunos comisionistas por desarrollar la figura del “*market maker*”... Deben resaltarse los problemas de coordinación entre los agentes para el uso de los depósitos de valores y los inconvenientes relacionados con la disponibilidad y la oportunidad de la información... Además, es imperativo agilizar el proceso de unificación del mercado nacional mediante el registro único de valores... La unificación del mercado debe ser promovida por la Superintendencia de Valores con el propósito de lograr un mayor acceso de todos los inversionistas a los títulos inscritos y un aumento en... la oferta como la demanda... Por último, es de vital importancia mejorar los indicadores de disponibilidad y oportunidad de la información para imprimirle más transparencia y eficiencia al mercado. Si no se avanza en este campo, los esfuerzos por mejorar la valoración efectiva de activos, la liquidez y la volatilidad en el mercado serán inútiles.

Este diagnóstico lo podemos extrapolar a los mercados de valores poco dinámicos de los países “emergentes”. El compendio de propuestas se puede considerar una primera aproximación a la

⁸ Bolsa Electrónica de Chile, Bolsa de Mercadorias & Futuros, Bolsa Mexicana de Valores, Bolsa de Valores de Sao Paulo, Istanbul Stock Exchange, Jakarta Stock Exchange, Stock Exchange of Thailand

hipótesis de esta investigación. Sin embargo, Cárdenas y Rojas no discuten de manera formal cómo sus propuestas beneficiarán la liquidez del mercado. Este trabajo fue parte de un estudio exhaustivo del mercado de capitales colombiano auspiciado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Fedesarrollo y el Banco Mundial. Varias de las propuestas formuladas ahí hacen eco de las recomendaciones de los organismos multilaterales que serán evaluadas en los próximos capítulos.

3.3 Situación presente de los mercados emergentes

En los últimos años y meses se ha visto un surgimiento de algunos mercados de capitales latinoamericanos por una entrada importante de capitales externos. A continuación se pasa revista a algunos eventos representativos y de importancia simbólica, que cobran importancia significativa en este período de definiciones geopolíticas en el marco de la crisis financiera internacional.

El flujo de capitales de portafolio ha sido significativo en Brasil, país que en los últimos años experimentó una apreciación de su tipo de cambio. La preocupación en Brasil con respecto a la entrada de capitales especulativos fue tanta así que Brasil recientemente introdujo controles de capitales a través de un sorpresivo impuesto del 2% a la entrada de capitales. Los controles de capitales fueron implementados recientemente también en Venezuela y Argentina, donde además se efectúan controles de cambios para protegerse ante ataques especulativos. En Argentina se procedió a la nacionalización de los fondos de pensiones con el fin de repatriar significativos montos de capitales de vuelta al país y canalizar una porción de esos recursos al financiamiento del fisco. (América Económica)

Por otro lado, en la costa del Pacífico, Colombia, Perú y Chile también han recibido importantes flujos de capitales del exterior. En los tres casos la entrada de capitales ha estado asociada a las expectativas en industrias extractivas y a políticas macroeconómicas que estabilizan los tipos de cambio reales. Las bolsas de estos tres países incluso han propuesto una integración a través de la consolidación a través de fusión, con el fin de encarar a la bolsa de Sao Paulo como centro financiero sudamericano. (América Económica)

En el manejo de la cuenta de capitales es donde se puede encontrar claramente una diferenciación en las políticas económicas de los países considerados del eje de izquierda y de los más alineados a las políticas de Washington. Justamente se refleja por la participación de los primeros en la suscripción del Convenio Constitutivo del Banco del Sur y de los segundos en la apuesta por Tratados de Libre Comercio con los EE.UU., que ninguno de los suscriptores del Banco del Sur han negociado.

3.4 Síntesis

En este capítulo se presentaron las condiciones estructurales de los mercados emergentes, sus diferencias con los mercados desarrollados en términos estructurales; la microestructura de los mercados de valores emergentes; y tercero, un diagnóstico del estado actual de los principales mercados emergentes a nivel latinoamericano. Se puede concluir que los mercados emergentes se manejan dentro de sus economías no desarrolladas, pero intentan permanente emular a los mercados desarrollados. En los últimos meses y años, sin embargo, un grupo de países de la región se plantea apelar a medidas heterodoxas para reducir sus vulnerabilidades externas en el manejo de la cuenta de capitales.

Segunda Parte

Políticas aplicadas

Capítulo 4 – La agenda de reformas y una evaluación

Una vez que se ha detallado las características del mercado nacional, se procede a presentar y evaluar los cambios a los cuales ha estado sujeto incluyendo desde la primera ley en los 1990s. Para poder evaluar el desarrollo de mercado de valores ecuatoriano con rigurosidad académica, se requiere un proceso de varios pasos que consta en las secciones de este capítulo. En primer lugar, se contextualizan las reformas en el marco del marco de los mercados emergentes y particularmente los latinoamericanos. En segundo lugar, se observa si se obtuvieron los resultados esperados a través del análisis de ciertos indicadores. El tercer paso consiste en explicar las razones del éxito o fracaso de las reformas. El siguiente paso consiste en determinar si el éxito se debió al hecho que los supuestos teóricos de las reformas propuestas eran o no las acertadas. Finalmente, se exponen las conclusiones.

4.1 Reformas en América Latina

En los siguientes acápite se presentan de la siguiente forma: primero, los orígenes de las reformas y las instancias institucionales encargadas de canalizarlas a los distintos países en desarrollo; segundo, un recuento de las principales recetas impulsadas acompañadas de sus principales justificaciones teóricas.

4.1.1 Orígenes e instancias

El desarrollo del mercado de valores ha estado en la mente de los hacedores de política ecuatorianos desde la década de los 1960s, siempre con una visión hacia los mercados más grandes, hacia *Wall Street*, la mayor expresión del capitalismo (BCE, 1974), pero con intención de canalizar el ahorro nacional hacia la inversión para el desarrollo. Sin embargo, en esos términos en Latinoamérica hubo un escaso avance hasta en los 1980s y principios de los 1990s, cuando las políticas del “Consenso de Washington” empezaron a concretarse en los países latinoamericanos luego de la crisis de la deuda externa y en los países del este de Europa luego de la desintegración de la Unión Soviética, principalmente a través de la doble condicionalidad del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial (y otras entidades enlazadas). Estas

reformas fueron impulsadas simultáneamente en una ola agresiva de liberalización en casi todos los ámbitos a nivel global, también mediante la utilización de instancias multilaterales como la Organización Mundial del Comercio con instrumentos como el Acuerdo General en Comercio de Servicios. En el caso latinoamericano, las recomendaciones y condiciones estaban asociadas a impulsar la suficiencia de recursos para repagar a los acreedores impagos por la crisis de la deuda externa.

El informe sobre los mercados de capitales latinoamericanos de de la Torre y Schmukler (2004) convenientemente resume las reformas. Al hablar de reformas, es implícito para el lector del informe del Banco Mundial que se refiere a liberalización (medidas que equiparan legalmente a un extranjero con un nacional) y desregulación (medidas que limitan el poder de intervención de entes estatales). Entre otras reformas consideradas como esenciales en los mercados de valores son el establecimiento de un depósito centralizado de valores, la implantación de un sistema de transacción electrónico y la creación de un sistema de liquidación de valores.

Esta lista de reformas se recomendó indiscriminadamente a todos los entes reguladores de todos los países en desarrollo. Es interesante observar como en su reporte, de la Torre y Schmukler destacan su decepción con la evolución de los mercados de capitales latinoamericanos a pesar de que “se aplicaron las mismas reformas que en los otros países” (2004, p134). Esto deja en evidencia que se aplicaba la misma receta para todos sin considerar circunstancias específicas ni condiciones iniciales de los mercados latinoamericanos.

Muchas de las pautas para el desarrollo de los mercados de valores están plasmadas en los documentos de la Organización Internacional de Consejos de Valores (IOSCO), a principio de los 90, y serán analizados en este trabajo. La IOSCO aplica recomendaciones uniformes a través de un comité especial encargado de diseñar recomendaciones de política regulatoria para los países en desarrollo. Por ejemplo, en su documento de 1992, el comité presenta un anteproyecto⁹ con aplicabilidad para los mercados emergentes en general.

⁹ Clearing and Settlement in Emerging Markets - A Blueprint, Report of the Development Committee. Traducido a Liquidación y Compensación en Mercados Emergentes – Un Anteproyecto, Reporte del Comité de Desarrollo.

Adicionalmente, en 1992 se constituyó el Consejo de Reguladores de Valores de las Américas (COSRA). Este ente ha emitido una serie de pronunciamientos conjuntos desde su constitución con títulos como: Principios de transparencia transaccional (1993), Marco para entrega de información entera y justa en las Américas (1994), Principios de una supervisión eficiente del mercado (1995). En el momento de la constitución del COSRA, entre EEUU y Canadá sumaban más de la mitad de los votos; hecho que no se cumple en el presente debido a que ahora existen 26 países miembros. Es indudable que la SEC, la entidad reguladora de valores más poderosa del mundo ejerce importante influencia en este ente internacional. En el acta de constitución (CVM, 1992), los miembros fundacionales acordaron los siguientes objetivos y concentrarse en las siguientes áreas:

- la propuesta e implementación de reformas regulatorias, legales y estructurales para facilitar amplia participación en los mercados de valores y, donde fuese apropiado, proveer de medios para la privatización de los negocios estatales en las Américas;
- la protección de los inversionistas, a través del establecimiento y aplicación de requerimientos de contabilidad y plena y justa entrega de información, y la operación de negocios y transacciones de valores de forma legal y ética;
- el mantenimiento de los mercados de valores con integridad a través de coordinación y cooperación en la supervisión y aplicación de leyes y regulaciones de los países de las Américas;
- la creación de incentivos de Mercado para estimular la inversión en las Américas;
- la identificación y, donde fuese apropiado, aplicando los procedimientos legales, la remoción de barreras que no tengan propósitos regulatorios y que impidan oportunidades de inversión transfronterizas y el desarrollo del mercado de valores en las Américas;
- el desarrollo de sistemas transaccionales basados en los principios de transparencia mejorada, certidumbre y compensación y liquidación eficiente para todos los partícipes de los mercados de valores de las Américas; y
- el establecimiento de vínculos entre mercados para proveer liquidez y para mejorar el acceso de inversionistas a los mercados de valores en las Américas

Se puede concluir que, indudablemente, las reformas propuestas en la década de los noventa por estos organismos internacionales aplicaban estrictamente los postulados de liberalización, privatización y desregulación conocidos ampliamente como la receta del “Consenso de Washington”.

4.1.2 Apertura de la cuenta de capitales

En el ámbito financiero, las políticas impulsadas desde las instancias multilaterales y algunas de carácter regional impulsaron la apertura de la cuenta de capitales como un elemento esencial para los mercados emergentes (IOSCO, 1998). La justificación teórica originada en los

planteamientos neoclásicos explicaba que de esa forma se eliminaban las distorsiones de regulaciones a los flujos de capitales, costos transaccionales transfronterizos y facilitaban el cumplimiento de uno de los preceptos de la Teoría del Equilibrio General: el libre movimiento del capital como factor de producción.

Adicionalmente, desde el enfoque de las ventajas comparativas y dotación de factores de producción, se indicaba que el rendimiento marginal del capital en los países con escasez de capital sería mayor al de los países con abundancia en capital y consecuentemente se prometía que la apertura de la cuenta de capitales generaría continuos flujos entrantes a los mercados emergentes.

4.1.3 Liberalización del mercado cambiario

La recomendación específica de mantener tasas de cambio competitivas englobaba la idea de mantener divisas suficientes para garantizar el repago de la deuda externa. Las razones teóricas que se argumentaban eran la existencia de distorsiones en el mercado de divisas que no permitían un libre flujo de los factores de producción. Adicionalmente, se argumentaba que el acceso al mercado de divisas era un instrumento importante de cobertura¹⁰ dado que gran parte de los países eran exportadores de *commodities* que cotizaban en monedas extranjeras, particularmente en dólares.

Sin embargo, esa no era la única intención ya que a esta política de tasas de cambio competitivas se adjuntaba la liberalización del mercado cambiario, para que no sea controlado por los bancos centrales y se permita la participación de especuladores nacionales e internacionales. El acceso a divisas dentro de los países permitió una dolarización financiera de las instituciones financieras nacionales y un acceso a los mercados internacionales de capitales, principalmente de corto plazo. (de la Torre y Schmukler, 2004) Los países no contemplaron que liberalizando el mercado de cambiario, tenían que mantener políticas de reservas internacionales no solo para afrontar choques en la cuenta corriente de la balanza de pagos sino cambios súbitos en los flujos de capitales, tales como un ataque especulativo a la moneda nacional.

¹⁰ Vale indicar que resultó exactamente lo contrario.

4.1.4 Desregulación financiera

La apertura también estuvo acompañada de una desregulación y liberalización del sistema financiero privado. Adicionalmente, al eliminar el control sobre la política crediticia a través de la fijación de tasas de interés y asignaciones de crédito y al someter a la banca pública al régimen de Basilea, los instrumentos de intervención en el mercado financiero se redujeron significativamente, exponiéndose a nuevas vulnerabilidades. Adicionalmente, se establecieron los criterios de Basilea como normas regulatorias nacionales, alterando significativa y repentinamente los marcos regulatorios locales sin tener entidades estatales con las capacidades para supervisar el sistema financiero. No se contaba con personal calificado experto en la materia ni las capacidades tecnológicas para monitorear, supervisar, controlar y sancionar a estas entidades. Esta desregulación incentivó la incursión de los bancos nacionales en mercados especulativos, principalmente el cambiario, en valores emitidos por el propio sistema financiero y en instrumentos emitidos por los estados. Al poder acceder a rendimientos financieros relativamente altos a través de bonos estatales de riesgo mínimo y a poder acceder, en muchos casos con información privilegiada, a ganancias de capital en los mercados cambiarios, cabe suponer una reducción del incentivo de colocar crédito a los sectores productivos.

La argumentación era bastante simple: la intervención del estado en el mercado financiero genera distorsiones en la asignación eficiente de los recursos. Las regulaciones estatales interfieren con la curva de rendimiento en el tiempo y con la relación riesgo-rentabilidad.

4.1.5 Privatización pensional

Para impulsar el crecimiento de los mercados de valores, el recetario incluía la privatización del régimen pensional de la seguridad social y la creación de las administradoras de fondos de pensiones con el fin de manejar los fondos previsionales de la población en general. La justificación teórica que acompañaba esta medida era que los estados no tenían el conocimiento experto para la administración de portafolio. También se argumentaba que el monopolio del

estado no era eficiente porque generaba distorsiones. Finalmente, se argumentaba que era derecho de cada ciudadano a elegir cómo y dónde ahorrar.

4.1.6 Privatización de las empresas estatales

Como la capitalización bursátil era reducida por la falta de emisores nacionales, principalmente por una carencia de esquemas de gobierno corporativo, y con el fin de generar una oferta de valores en el mercado, se proponía la privatización de las empresas estatales rentables. Principalmente se impulsaba la privatización de las empresas de servicios públicos o de segmentos estratégicos. También se argumentaba que esto dotaría mayor transparencia al quehacer de estas empresas y se manejarían con mayor eficiencia, dado que empatarían los incentivos entre los capitalistas de la empresa y los principales servicios públicos. También se argumentaba la transferencia de tecnología y el ingreso de inversión extranjera directa al país. Finalmente, se argumentaba que la privatización otorgaría recursos frescos a las cajas fiscales de los estados en momentos de necesidades de recursos para el pago de sus obligaciones externas. La argumentación omitía completamente el rol de las externalidades en las empresas estatales como proveedores de servicios públicos. (Williamson, 1989)

4.1.7 Microestructura

El reporte sobre los mercados de capitales latinoamericanos de de la Torre y Schmukler (2004) incluye una lista de reformas de microestructura (ellos lo denominan ‘infraestructura’) en bolsas de valores de países de desarrollo. Las reformas evaluadas¹¹ se clasifican de la siguiente manera. En materia legal constan el fortalecimiento de los derechos de accionistas minoritarios y la aplicación efectiva de las leyes contra la manipulación del mercado (*insider trading*). Finalmente, en materia de operatividad, se mencionan la constitución de un depósito centralizado de valores, una sociedad de liquidación de valores y la automatización electrónica del interfaz transaccional.

¹¹ La información proviene de la publicación anual *The Handbook of World Stock, Derivative, and Commodity Exchanges*.

Meses antes del advenimiento de la crisis asiática, en 1998, la IOSCO emitió un documento con 30 medidas recomendadas a los entes reguladores de los mercados de valores locales. Estas medidas aspiraban cumplir tres objetivos: (1) la protección de los inversionistas, (2) el aseguramiento de que los mercados sean justos, eficientes y transparentes y (3) la reducción del riesgo sistémico. Si bien estos principios dotan de ciertas fortalezas al órgano regulador, con respecto a las medidas recomendadas por la IOSCO, Renna Aggarwal (2001) considera que “Estos retos se vuelven especialmente complicados para los mercados emergentes que escasean liquidez y que afrontan algunos obstáculos humanos y financieros.”

4.1.8 Recapitulación

La receta que se implementó desde los organismos internacionales establecidos en Washington, acompañados por ciertos organismos regionales y la IOSCO tenía objetivos claros en Latinoamérica. Estos eran asegurar el repago de las obligaciones externas luego de la crisis de la deuda y acceso externo a los mercados financieros nacionales. Las medidas que formaron parte de la receta relacionados con el impulso a los mercados emergentes incluían la apertura de la cuenta de capitales, la liberalización del mercado cambiario, la desregulación financiera, la privatización del régimen pensional y la privatización de las empresas estatales. Toda la argumentación teórica para este fin no contemplaba las teorías de desarrollo sino el marco de la Teoría del Equilibrio General y una agenda para eliminar las distorsiones que generaban los estados sin considerar las vulnerabilidades y riesgos.

4.2 Implementación y evaluación

Casi todos los países en América Latina intentaron aplicar el recetario completo. En algunos casos, y de manera heterogénea, la implementación de la agenda no se ejecutó en su totalidad.

4.2.1 Instrumentos e instancias

Para mediados de la década de los noventas, todos los países de Sudamérica ya formaban parte de la Organización Mundial del Comercio, habían suscrito acuerdos con el Fondo Monetario

Internacional como requisito para acceder a financiamiento multilateral y eran clientes del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo. Las ideologías neoliberales ocupaban el poder político y discursos como el de la austeridad fiscal ya dominaban la opinión pública. En América Latina, las medidas de corte neoliberal recibieron un impulso agresivo, sostenido y uniforme de los organismos multilaterales lo cual incidió significativamente en el éxito de su implementación.

4.2.2 Cuenta de capitales

Valdría resaltar algunos ejemplos de países insignes en la implementación de la agenda, como fueron considerados en su momento Argentina o Bolivia. Estos países en su momento fueron entusiastas discípulos de la teoría del equilibrio general y de mercados eficientes, donde la privatización, restricción fiscal, la liberalización, desregulación y apertura fueron sustanciales. En el caso de Argentina, la convertibilidad del peso frente al dólar significó un símbolo importante de implementación de las políticas neoliberales. También se considera que Brasil fue uno de los países que más entusiastamente acogió las recetas neoliberales, particularmente con relación a la política cambiaria.

Si bien el caso de Chile se utiliza como referencia común al mencionar a las políticas neoliberales, Chile se abstuvo de aplicar la receta en dos ámbitos fundamentales. Primero, en la regulación y administración de la cuenta de capitales mediante controles cambiarios, lo que le ayudó a defenderse de vulnerabilidades externas en momentos críticos y a administrar la liquidez doméstica en divisas generada por la exportación de su principal producto, el cobre. Justamente ese fue el otro elemento que Chile no aplicó cuando se abstuvo de privatizar la empresa estatal del cobre (Codelco). Fue recién en la suscripción del tratado de libre comercio entre Chile y EE.UU. que se exigió que Chile elimine sus controles de capitales, elemento que se evaluará si se cumple o no.

Igualmente, en la década de los noventa, Colombia, a través de su banco central, defendió su estricto régimen cambiario y continúa defendiéndolo hasta la fecha. Fue recién en el año 2008 que se implementaron medidas para liberalizar la cuenta de capitales de manera formal, pero se

erigieron otros obstáculos técnicos como la obligatoriedad de realizarlo a través del banco central, en donde instrumentos administrativos pueden ayudar a cumplir con el mismo objetivo.

La apertura de la cuenta de capitales no es trivial en ningún sentido, el mantener control sobre la misma es un elemento fundamental que permite a los países ejercer su soberanía para defenderse ante shocks externos fortuitos así como ante ataques especulativos premeditados. A pesar de que muchos países abrieron sus cuentas de capitales, los capitales que ingresaron a los países a través de los mercados de valores locales no cumplieron con lo que pregonaron, ya que no se canalizaron inversiones significativas. El principal destino de los capitales extranjeros era instrumentos especulativos de corto plazo. (de la Torre y Schmukler, 2004)

4.2.3 Liberalización del mercado cambiario

La liberalización del mercado cambiario tuvo un éxito medido de manera similar que la apertura de la cuenta de capitales, por su estrecha vinculación. Si bien por un tiempo el mantener tasas de cambio competitivas favoreció las balanzas de pagos de los países latinoamericanos, se abrieron vulnerabilidades importantes ante ataques especulativos. Tal fue el caso a finales de la década de los noventa, cuando Brasil y Argentina sufrieron sendos ataques especulativos que derivaron en masivas devaluaciones de sus monedas, con los consecuentes impactos en las economías nacionales. De igual manera en el Ecuador, una política cambiaria excesivamente liberal implicó que en última instancia se llegara a la dolarización de jure de la economía.

4.2.4 Desregulación financiera

Si bien todos los países del continente aplicaron políticas en este sentido, el alcance en cada uno de los países fue variado. En casi todos se eliminaron las asignaciones de crédito por sectores y se liberalizaron las tasas de interés. Sin embargo, en otros países la transición regulatoria fue más cuidadosa, particularmente luego de la crisis mexicana de 1994. En otros países, se mantuvieron entidades financieras públicas bastante fuertes, con ventajas administrativas y regulatorias frente al sistema privado, que continuaron con una dinámica de financiamiento para el desarrollo.

Nuevamente se rescatan los casos de Colombia y Chile, en donde sus instituciones financieras públicas se mantuvieron vigentes y activas en la provisión de crédito.

4.2.5 Privatización pensional

A partir de la experiencia chilena de 1982, la privatización pensional y el régimen de aporte (capitalización individual) se implementó en algunos países de Latinoamérica. Los países que acogieron este cambio de régimen fueron Perú, Argentina, Bolivia, Uruguay, Colombia, México y El Salvador (de la Torre y Schukler, 2004). La privatización del régimen pensional sí significó un impulso para el desarrollo de los mercados de capitales. La disponibilidad de capital de largo plazo en las economías domésticas creó una nueva fuente de financiamiento para las empresas del sector privado. En el sentido del desarrollo de los mercados de capitales, la privatización pensional sí fue un éxito.

Sin embargo, con relación a la provisión de pensiones adecuadas universalmente para la población existen algunos problemas. Las pensiones pasaron a ser variables y su provisión se vio amenazada de existir cambios en los precios de los activos financieros. En los últimos años, muchos de estos esquemas se han planteado reformas hacia un régimen mixto, en donde los estados entran a garantizar pensiones mínimas y a cubrir deficiencias actuariales. Esto con el objetivo de mantener el espíritu de la seguridad social. En otros países, como Uruguay, persiste la administradora de fondos de pensiones estatal paralelamente con los privados pero sigue siendo la más grande y la más importante, por su respaldo explícito del Estado.

Valdría advertir que este tipo de esquema genera riesgo moral en el comportamiento de los administradores de los fondos de pensiones. Tienen incentivos para un comportamiento más agresivo en los portafolios ya que si pierden en sus especulaciones, el Estado será quien cubrirá las pensiones a la ciudadanía.

4.2.6 Privatización de empresas estatales

La agenda de privatización en América Latina fue muy exitosa. Se privatizaron empresas que incursionaban en el ámbito comercial, en sectores estratégicos, en servicios de interés público, entre otros. Muchos de los países retuvieron para el estado el control de empresas vinculadas a la energía y el petróleo como Petrobras, PDVSA o Petroperú. En otros casos, la privatización fue total como en Argentina. La privatización tuvo éxito en cada momento decisorio como una decisión fiscal ya que de la privatización se generaron recursos para el repago de los abultados montos de endeudamiento externo. Se omitían las justificaciones de planificación estratégica y por el contrario, se incentivaba la entrada de empresas extranjeras, principalmente estadounidenses y europeas a América Latina.

Sin embargo, las privatizaciones estatales tuvieron un impacto insuficiente en el desarrollo de los mercados de capitales domésticos. En muy pocos casos los procesos de venta se llevaron a cabo mediante bolsa. Y en los casos en que los procesos se desarrollaron en bolsa, la participación de accionistas minoritarias fue bastante limitada, lo que no contribuyó a desarrollar mercados accionariales significativos. Estas empresas privatizadas extranjeras tampoco requerían financiamiento en los mercados domésticos, ya que contaban con suficiencia de capitales proveniente de sus matrices en el exterior. Es así como gran parte de la inversión extranjera directa llegó a América Latina, más que a través de emprendimientos ‘frescos’, a través de privatización de grandes empresas estatales.

4.2.7 Microestructura

Gran parte de los países impulsaron activamente legislación para proteger a los inversionistas mediante normas de transparencia. Las legislaciones nacionales también contemplan leyes contra la manipulación del mercado o uso indebido de información privilegiada. En algunos países como Chile, donde el mercado se encuentra más profundizado, la legislación es una de las más avanzadas en la materia. No se puede evaluar el éxito o el impacto de estas medidas dada el limitado alcance de los mercados de valores en los sistemas financieros de los países.

Con relación a los temas de microestructura, los países de América Latina avanzaron sustancialmente en la provisión de los sistemas adecuados para la transaccionalidad del mercado

de valores, aunque todavía no desarrollados a cabalidad. Cabe indicar que en algunos países de la región la transición hacia mercados electrónicos está demorando y está pendiente. Prácticas culturales y la legislación desactualizada no permiten un mayor desarrollo en estos aspectos. Muchos países además impulsaron la consolidación bursátil dentro de sus países, solo segmentando bolsas en el caso de instrumentos específicos como los derivados financieros. El impacto de estas medidas ha sido indudablemente positivo, porque ha permitido una mayor concurrencia de los actores a través de la unificación de los sistemas transaccionales, lo cual contribuye a generar mejor información, mejores precios y mayor liquidez.

La IOSCO permanentemente evalúa a los países miembros el cumplimiento de los 30 principios. Si bien hay importantes avances en todos los aspectos por parte de los países de la región, subsisten problemas en el alcance y en la calidad de las medidas tomadas. Por ejemplo, sí existen instancias para la liquidación de valores, pero estos no cumplen con los más altos estándares internacionales sobre la materia. No ha habido mucho avance en este sentido por la falta de recursos financieros para implementar estos sistemas y por problemas de coordinación y regulación.

4.3 Síntesis

En este capítulo se han evaluado las principales líneas de la agenda de reforma impulsadas por los organismos multilaterales e implementadas en América Latina. En la primera sección se revisaron los principales puntos de la agenda. En la segunda sección se realiza una evaluación de su impacto en los mercados de valores domésticos. Se puede concluir que la agenda ha sido uniforme para todos los países, sin considerar condiciones particulares para cada país. Adicionalmente, se puede concluir que, en general, la implementación ha sido exitosa salvo ciertos casos, sin embargo, el alcance de esa implementación en los mercados de capitales se pudiera calificar como errada o insuficiente. Particularmente la apertura de la cuenta de capitales significó vulnerabilidades que se concretaron en las crisis financieras de fin de siglo. La privatización de los regímenes pensionales de la seguridad social también contribuyó al crecimiento del mercado de valores, pero se debe advertir que se genera una vulnerabilidad futura por la administración actuarial y la exposición de la red de seguridad social a los vaivenes

de los mercados financieros. Por otro lado, las reformas en el ámbito de microestructura tuvieron efectos positivos en los funcionamientos del mercado.

Capítulo 5 - El mercado ecuatoriano

Los protagonistas de la historia son las bolsas de valores de Guayaquil y Quito, selectos inversionistas y, por supuesto, el Estado. En este capítulo se realiza un recuento histórico del mercado ecuatoriano y se presenta la situación actual desglosada por los actores. La primera sección narra la historia de mercado de valores ecuatoriano y de sus bolsas de valores como protagonistas.

5.1 Historia

5.1.1 Inicios de mercado

En 1847, “siguiendo el ejemplo de la más famosa bolsa de esa época que era la de Londres” (BVG, 1993) se dio el primer intento por crear una Bolsa de Valores en Guayaquil. La iniciativa desapareció en pocos meses. En 1873 se estableció la Bolsa Mercantil de Guayaquil a raíz del *boom* del cacao, lugar donde cotizaron alrededor de 20 empresas. Este establecimiento cerró sus puertas a inicios del siglo XX principalmente por la inestabilidad durante la Revolución Liberal (BVG, 1993). En 1884 se estableció la Bolsa de Comercio en Guayaquil. Luego de un período importante, en 1930 se creó en Guayaquil la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A.

En los años 1950s existieron importantes avances en términos de regulación del mercado con la creación de la Comisión Nacional de Valores. Finalmente, en la década de los 1960s, avanzó a paso firme la institucionalización del mercado de valores con la expedición de la Ley de Compañías, Ley de la Comisión de Valores, y la Ley que faculta el establecimiento de bolsas de valores. En 1969 se constituyeron las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil como compañías anónimas mediante Ley 111 que también otorgó la supervisión del mercado a la Superintendencia de Compañías. La primera rueda de negociaciones en las bolsas fue el 2 de septiembre de 1970. (BVQ, 2000)

5.1.2 Mesa Redonda de 1974

En 1974, se llevó a cabo la mesa redonda sobre el mercado de capitales, auspiciada por el Banco Central del Ecuador y con la participación de “representantes de las instituciones nacionales, pertenecientes a los Sectores Público y Privado que se encuentran más vinculadas con el manejo de las políticas e instrumentos con los cuales se capta el ahorro nacional y se lo orienta hacia la inversión”¹². Se expusieron una serie de diagnósticos, cifras y recomendaciones en torno al tema.

La mesa redonda arrojó muchas propuestas interesantes con relación al desarrollo del mercado de valores. El diagnóstico principal se basa en el Cuadro 1.1: el Estado tenía la participación mayoritaria en el movimiento bursátil; las transacciones en acciones eran exiguas y los bonos de estabilización monetaria se tornaron en un importantísimo instrumento para captar la oferta excedente de circulante en el período del *boom* petrolero; antes de la entrada de operación de las bolsas (en 1970), el IESS y el BCE adquirían bonos del estado de manera directa con el objetivo de financiar el déficit fiscal. La Superintendencia de Compañías realizó recomendaciones muy concretas en un estudio cuidadoso sobre el mercado de valores. La Bolsa de Valores de Quito presentó un estudio comparativo sobre medidas que han tomado varios países latinoamericanos para dinamizar el mercado de capitales: una gran parte se refieren a incentivos de tipo tributario. Algunos de esos elementos podrían ser rescatados para el diseño del mercado de capitales actual.

¹² Las instituciones participantes: Banco Central del Ecuador, Banco del Pacífico, Banco del Pichincha, Bolsa de Valores de Quito, COFIEC, Comisión de Valores, IESS, Junta Nacional de Planificación y Coordinación, Ministerio de Finanzas, Superintendencia de Bancos, Superintendencia de Compañías, Ministerio de Relaciones Exteriores, Ministerio de Agricultura y Ganadería, CREA, Corporación Financiera Internacional, Junta Monetaria, Organización de Estados Americanos, Banco Interamericano de Desarrollo, Fondo Monetario Internacional, Banco Internacional, Embajada de Colombia, e Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales.

Cuadro 5.1 – Operaciones de las Bolsas por Clase de Título

Clases de títulos (S/.)	1970*	1971	1972	1973
Sector Público (participación %)	49.25%	64.24%	71.28%	92.91%
Bonos de Estabilización Monetaria	0	0	2,200,000	801,130,000
Bonos del Estado	30,749,500	188,737,000	234,133,875	639,093,750
Certificados de Abono Tributario	1,581,292	17,868,608	24,204,240	81,923,473
Pagarés del Estado	0	0	52,239,327	39,718,408
Sector Privado (participación %)	50.75%	35.76%	28.72%	7.09%
Cédulas Hipotecarias Bancarias	27,155,000	82,302,500	76,915,900	90,909,100
Otras obligaciones	1,138,441	11,361,525	17,622,283	15,172,100
Acciones de Compañías	3,850,430	14,770,750	10,300,800	10,156,930
Letras	750,000	449,386	505,000	3,000,000
Cuotas de Café	0	5,132,493	20,659,728	0
Puestos de Bolsa	0	205,000	45,000	0
Productos	415,623	776,190	0	0
Total negociado (S/.)	65,640,286	321,603,452	438,826,153	1,681,103,761
Como % del ahorro financiero	1.38%	2.38%	3.00%	9.96%
Como % del PIB	0.42%	0.76%	0.87%	2.56%
Total negociado (USD)	2,849,950	12,737,611	16,802,265	67,693,182

* Ago-Dic 1970

Fuente: BCE (1974)

Las conclusiones finales de la Mesa Redonda fueron las siguientes (BCE, 1974: 14-16):

1. Acelerar el desarrollo del mercado de capitales.
2. Propiciar el desarrollo mediante más justa distribución del capital, del ingreso y del acceso al crédito.
3. Mejorar la calidad y cantidad de información pública de las compañías y derechos de los accionistas minoritarios en el manejo de las empresas.
4. Equiparar el tratamiento tributario a las acciones y a los bonos.
5. Abrir los capitales de las empresas mediante ventajas tributarias.
6. Ampliar los instrumentos financieros disponibles.
7. Crear o ampliar las funciones de las instituciones financieras especializadas.
8. El Estado jugará un rol importante en el desarrollo del mercado y en la intermediación financiera.
9. Aprovechar al mercado de capitales como herramienta para instrumentar la política monetaria.
10. Establecer un Comité que promulgue activamente el desarrollo del mercado de capitales.

5.1.3 Programa de 1981

En octubre de 1981, la Superintendencia de Compañías presentó el “Programa para el Desarrollo del Mercado de Valores del Ecuador”, un estudio completo con el objetivo inmediato de establecer el marco legal e institucional requerido para el desarrollo ordenado y eficiente del mercado. Dicho estudio tomó en cuenta las conclusiones de la Mesa Redonda auspiciada por el Banco Central en 1974. Desde 1981, esta institución realizó importantes investigaciones contando con la participación de actores internacionales. El texto del primer proyecto de Ley estuvo listo en 1984, que sufrió múltiples reformas por las tendencias internacionales en los

mercados de valores. (SC, 2000) La normativa para el mercado de valores se preparaba luego de la crisis de la deuda externa y en el contexto de dificultades del país en cubrir sus obligaciones externas, por lo cual se intentaba concebir al mercado de capitales como el espacio para canalizar el ahorro nacional hacia la inversión para el desarrollo, incluyendo el financiamiento para el Estado.

5.1.4 Después de la ley de 1993¹³

En 1993, se aprobó la Ley del Mercado de Valores, como parte de una serie de reformas de apertura, liberalización y desregulación que se llevaron a cabo en la primera mitad de la década, impulsada por el vicepresidente Alberto Dahik, en el gobierno de Sixto Durán Ballén. El marco de las propuestas estaba vinculado con significativos esfuerzos para complementar el diseño de mercado en base al modelo chileno. Esto incluía la privatización de la seguridad social en el ámbito pensional y de las empresas estatales. También la desregulación del sistema financiero nacional y la liberalización del mercado cambiario.

Esta ley finalmente brindó una plataforma legal para que el mercado de valores pueda empezar a desarrollarse con profundidad. Es en la ley de 1993 donde se crean las figuras legales para los actores que se pasarán revista más adelante.

Esta ley fue reemplazada por una nueva muy parecida en 1998, cuyos principales cambios fueron la innovación financiera al crear un nuevo instrumento como la titularización y la ampliación del concepto de fideicomiso, con el objetivo de limitar la participación de las entidades bancarias en ese negocio.

El mercado de valores creció sustancialmente hasta la crisis financiera nacional, poco tiempo después de la expedición de la ley de 1998. En el año 1999, la incertidumbre, la devaluación y la inflación minimizaron las emisiones privadas a la vez que implicaron gigantescas emisiones por parte del sector público, dineros que fueron utilizados para cometer el salvataje bancario.

¹³ La historia del mercado de valores después de 1993 se examina con más detalle en el Capítulo 6

El mercado de valores se frenó significativamente una vez que se implementó la dolarización oficial. Prácticamente desaparecieron los mercados de liquidez y la situación patrimonial de las empresas y la población no permitían iniciativas de financiamiento productivo. Adicionalmente, los ahorros de la seguridad social, como estuvieron denominados en sucres, se diluyeron por la macro-devaluación con lo cual el mayor inversionista institucional no tenía recursos disponibles para invertir.

La dolarización introdujo un nuevo elemento teórico a los mercados financieros nacionales con fuertes implicaciones prácticas. Es fundamental tomar en cuenta permanentemente que, en dolarización, la oferta monetaria depende de los resultados de la balanza de pagos. Es decir, por cada transacción con el exterior, se alteran los agregados monetarios nacionales.

5.2 Actores del mercado de valores

Los actores del mercado de valores ecuatoriano cumplen roles institucionales específicos, con características particulares atribuibles a la idiosincrasia y estructura socioeconómica ecuatorianas. Se presenta de manera concisa la variedad de los actores del mercado de valores ecuatoriano.

5.2.1 Bolsas de valores

El espacio para transar en el mercado de capitales es la bolsa de valores. A pesar del pequeño tamaño del mercado ecuatoriano, en el país existen dos, una en Quito y otra en Guayaquil. Esto se enmarca dentro de la bipolaridad regional política y económica característica del país. Las bolsas ecuatorianas son mutuales, lo que significa que para obtener un puesto de negociación en la bolsa, es necesario ser accionista de ésta. Los partícipes privados son las casas de valores, que actúan como los agentes del mercado – compradores y vendedores–, pero también como administradores y asesores al relacionarse con sus clientes.

5.2.2 Casas de valores

Las 35 casas de valores ecuatorianas se pueden dividir en dos claras categorías, las que son parte de un grupo financiero (once) y las independientes. Las casas de valores con mayor participación en el mercado son precisamente las que pertenecen a los bancos más grandes. De esta manera se refleja la presencia de los mayores actores del mercado de capitales intermediado en el mercado de capitales desintermediado. Este detalle pertinente al caso ecuatoriano tomará mayor relevancia en el desarrollo de este trabajo. En el país, existen actualmente registrados 97 operadores de valores, de los cuales 54 están en Quito y el 43 en Guayaquil. Estos son números pequeños lo que da cuenta de que un círculo muy pequeño que actúa de intermediario en el mercado y que difícilmente pueda cumplir el criterio de anonimidad que demanda la teoría.

5.2.3 Inversionistas y emisores

Los clientes privados pueden ser personas naturales o jurídicas y son inversionistas (acreedores) o emisores (deudores). Los inversionistas son las personas que desean comprar un título-valor con derechos financieros en el futuro, sean fijos o variables. Entre los inversionistas están los individuales, personas que manejan un gran excedente y desean obtener réditos a cambio de proveer de liquidez al ente que lo necesite. También existen inversionistas institucionales, como los fondos de pensión o fondos de inversión, que manejan acumulados de pequeños (y también grandes) excedentes individuales. El sigilo bursátil no permite conocer quiénes son los inversionistas naturales. También es difícil determinar quiénes son las mayores empresas inversionistas. Lo que sí se conoce es que entre los mayores inversionistas están los bancos más grandes, los fondos de inversión que manejan sus administradoras de fondos, las instituciones financieras públicas, los institutos de seguridad social de las fuerzas del orden y el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social.

5.2.4 Calificadoras de Riesgo

Existe un ente privado, que no regula ni controla, pero se encarga de emitir su criterio con respecto al riesgo de un valor, generalmente de renta fija, denominado Calificadora de Riesgo. En el Ecuador, existen cuatro calificadoras de riesgo, algunas de las cuales son vinculadas con calificadoras internacionales. Si bien estas entidades solo emiten opiniones no vinculantes, la

regulación financiera nacional hace referencia a estas calificaciones casi como criterios o dictámenes, por ejemplo en las inversiones permitidas en el caso del IESS o para las ponderaciones de riesgo de las instituciones financieras privadas.

5.2.5 Estatales

El Estado, a través del IESS, es el mayor inversionista del mercado y a través del Ministerio de Finanzas, es el mayor emisor del mercado. El IESS es el inversionista institucional más grande que cuenta con recursos para la inversión a largo plazo. Su condición de inversionista institucional y administrador de los fondos previsionales monopólico y estatal se da por mandato constitucional.

Aunque el sector público ha disminuido su participación en el mercado de valores en el tiempo, continúa siendo el principal dinamizador del mercado. Aunque la dimensión es mayor que en otros países de la región, el Estado, especialmente a través de la seguridad social y del Tesoro Nacional siempre tiene un rol protagónico en los mercados de valores mundiales, siendo el mejor ejemplo los EE.UU. (Henwood, 1998). Adicionalmente existen otros entes del sector público financiero que intervienen en el mercado de valores. Sin embargo, existe una particularidad en el Ecuador: el rendimiento de los papeles estatales ha llegado a ser mayor al promedio del mercado de renta fija en particular en épocas de inestabilidad económica.

5.2.6 Regulatorios

El Estado no sólo cumple el rol de agente de mercado, sino también de regulador. A través del ente rector del mercado, el Consejo Nacional de Valores, se regula y se norma las líneas macro del sistema bajo la Ley del Mercado de Valores. El órgano operativo es la Intendencia de Valores de la Superintendencia de Compañías, con sus respectivas divisiones. Vale mencionar que recién en 2002 se reformó la Ley impidiendo que los propios agentes del mercado sean los reguladores (juez y parte) al eliminar su cuota de participación en el CNV. Adicionalmente, ha existido evidencia circunstancial de casos de captura regulatoria, con ciertas personas vinculadas al mercado aceptando altas dirigencias en los órganos regulatorios y de control. Sin embargo, el

Estado no es el único ente regulador vigente ya que, además de ser el espacio donde opera el mercado, la bolsa de valores actúa de reguladora de la actividad bursátil. Como corporaciones civiles, las bolsas de valores definen sus propias normas, denominadas en su conjunto “auto-regulación” con la capacidad de sancionar a sus miembros.

5.2.7 Recapitulación

En esta sección se pasó revista de manera concisa a los actores del mercado de valores ecuatoriano. Es fundamental reconocer el rol estratégico del Estado a través de la regulación, la demanda y la oferta. El asumir que el mercado de valores es de dominio del sector privado es errado. En épocas pasadas, ha sido el Estado quién ha impulsado el desarrollo del mercado como instrumento para el desarrollo nacional; en estos días no debería ser la excepción.

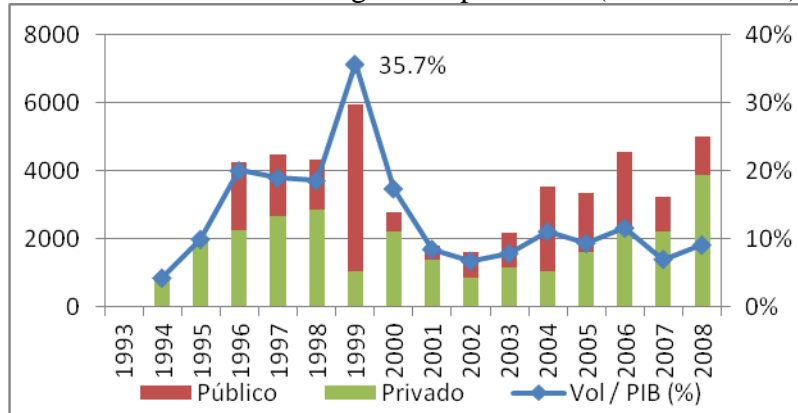
5.3 Diagnóstico y caracterización

En esta sección se caracterizan los elementos fundamentales de la realidad del mercado de capitales ecuatoriano. Se procede a presentar cifras agregadas del tamaño y relevancia del mercado; también se presenta la caracterización de los mercados actuales de liquidez; en adelante se intenta caracterizar la influencia de la banca en el mercado de valores y se expone la situación general del IESS como mayor inversionista institucional.

5.3.1 Tamaño y evolución

Con la crisis económica del fin de siglo, el mercado de valores también sufrió un gran retroceso. Sin embargo, una vez consolidada la dolarización, el mercado volvió a crecer. Vale recalcar que en los últimos años, precisamente desde 2002, la negociación de valores privados ha crecido a tasas importantes acercándose a los niveles pre-crisis. De hecho, el año 2008 es un año récord con la mayor negociación de valores privados en la historia, llegando casi al 20% del PIB.

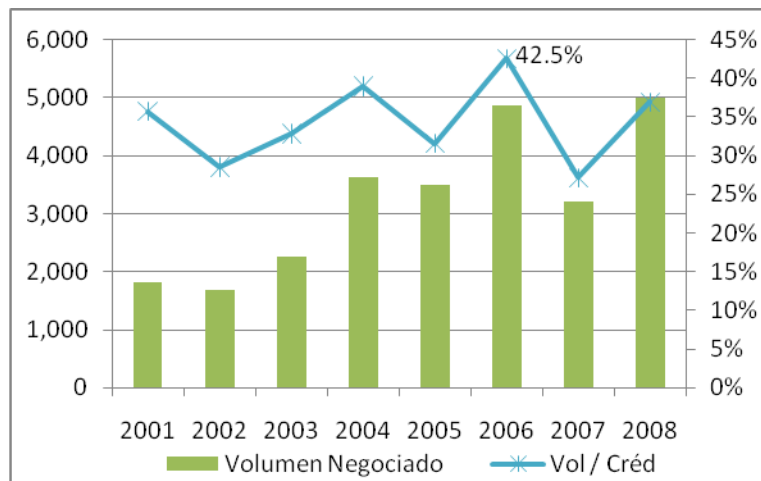
Gráfico 5.2 – Volumen negociado por sector (USD millones)



Fuentes: SC, BCE

A pesar de este importante crecimiento, el mercado de valores aún no tiene la relevancia esperada en la economía ecuatoriana es cuestionada. Incluso comparándolo frente al poco profundo sistema de intermediación financiera, se puede observar que los montos negociados de manera bursátil no llegan ni al 40% del volumen de crédito otorgado por los bancos y otras instituciones.

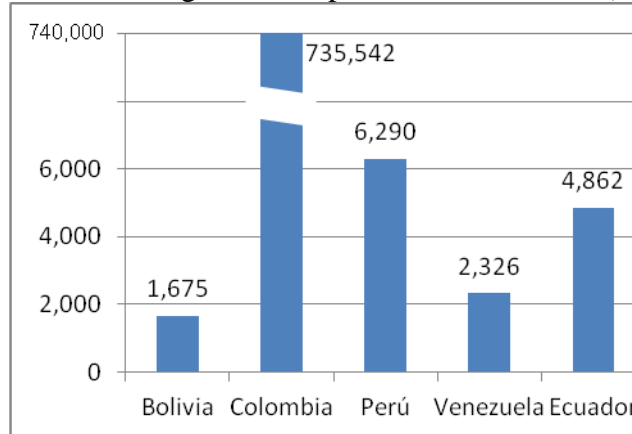
Gráfico 5.3 – Volumen negociado (USD millones) y volumen / créditos concedidos (%)



Fuentes: SC, SBS, BCE

El limitado tamaño se constata también realizando un análisis comparativo con los países de la sub-región andina respecto a los volúmenes negociados. Particularmente, se observa una dimensionamiento minúsculo comparado con el mercado colombiano.

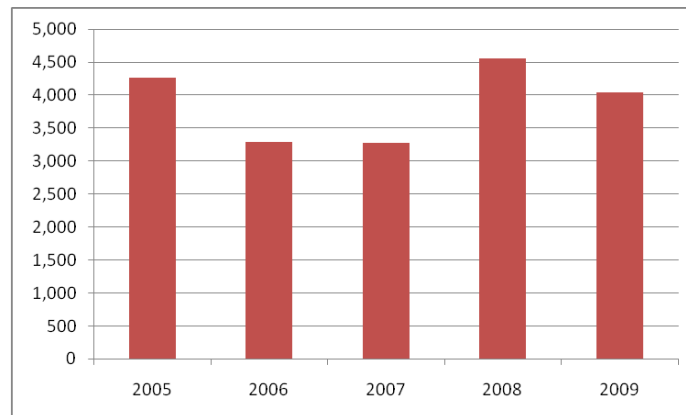
Gráfico 5.4 – Volumen negociado en países andinos: 2006 (USD millones)



Fuentes: SC, CAN

Otra forma de medir el tamaño del mercado de valores es a través de la capitalización bursátil. Este indicador mide el tamaño del mercado accionario, es decir, el valor de las empresas que cotizan en las bolsas de valores nacionales. La capitalización bursátil en el caso ecuatoriano no llega ni al 10% del PIB mientras que en otros países latinoamericanos estos niveles están entre el 30 y 40 por ciento del PIB. Los países desarrollados llegan a valores cercanos al 80% de su PIB. (de la Torre y Schmukler, 2004)

Gráfico 5.5 – Capitalización bursátil (USD millones)

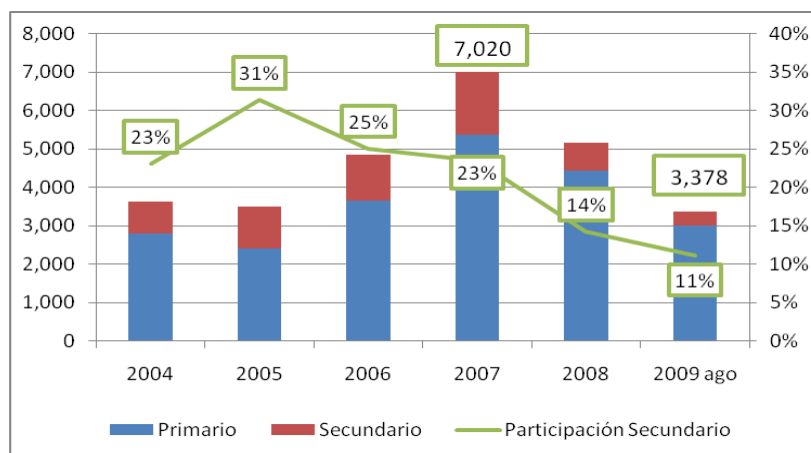


Fuente: SC; 2009 corresponde a agosto de 2009.

5.3.2 Liquidez y mercado secundario

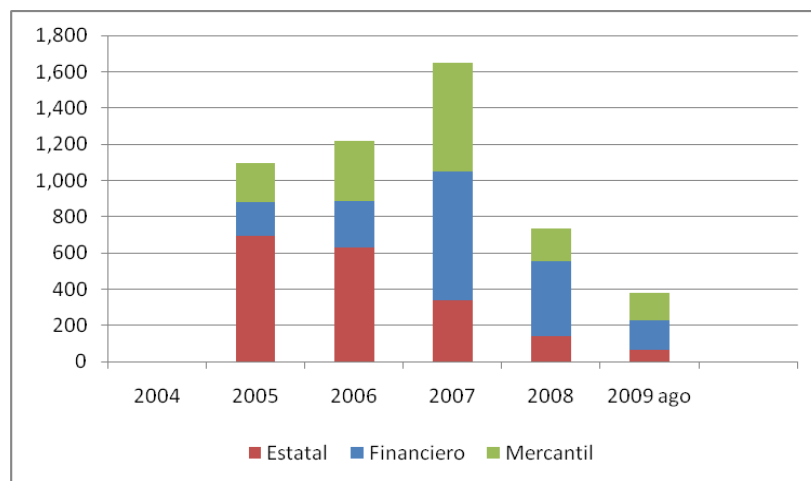
Una forma de intentar caracterizar la liquidez del mercado ecuatoriano es observando los volúmenes negociados en los mercados secundarios con relación al total negociado. Hasta el 2007, el mercado secundario representaba el 23% del monto negociado. En lo que va del año 2009, hasta agosto el mercado secundario solo representa el 11% del monto transado. Eso nos demuestra la poca liquidez existente en el mercado ecuatoriano.

Gráfico 5.6 – Volumen por mercado (USD millones)



Fuente: SC

Gráfico 5.7 – Mercado secundario por tipo de emisor (USD millones)



Fuente: SC

Para entender de mejor manera las causas de esa disminución de la liquidez en los mercados secundarios podemos observar en el gráfico la descomposición del monto negociado en el mercado secundario por tipo de emisor. Como se puede ver, a raíz de la eliminación de los

certificados de tesorería y de la emisión de bonos dirigidos únicamente al IESS, el mercado secundario evidentemente perdió dinamismo. Mientras que en el 2005 los papeles del Estado representaban el 63% del monto transado en el mercado secundario, en 2009 este monto representa apenas el 17%.

5.3.3 Posiciones del inversionista institucional

El mayor demandante de títulos valores en el país es el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social. En el siguiente cuadro se puede observar la estructura del portafolio del IESS, incluyendo su evidente concentración en instrumentos emitidos por el Estado e instituciones públicas. Es interesante observar como los papeles estatales generan más rendimiento que los papeles emitidos por el sistema financiero privado. Se evidencia la limitada exposición a valores emitidos por el sector no financiero, dada su alta rentabilidad e interesantes plazos.

Cuadro 5.8 – Portafolio del IESS (USD millones)

Renta Fija	Dic. 2004	Dic. 2005	Sep. 2009
Bonos del Estado	1,174	1,471	2,627
IFIs Públicas	0	0	455
IFIs Privadas	181	368	667
No Financiero	24	31	398
BCE (en el exterior)	695	424	799

Fuente: BCE, IESS

Cuadro 5.9 – Portafolio del IESS a septiembre de 2009 (USD, días, tasa anual)

Renta Fija	V Mercado	Plazo	Rentabilidad
Bonos del Estado	2,627,292,010	1,407	7.56%
IFIs Públicas	454,818,086	1,497	6.24%
IFIs Privadas	667,025,700	808	6.92%
No Financiero	397,823,030	1,268	8.73%
BCE (en el exterior)	799,360,523	30	0.16%

Fuente: IESS

La limitada exposición a emisores del sector privado no financiero quizás puede ser explicada por la regulación que establece límites para el IESS. A continuación consta la norma para el Banco del IESS que expidió la Junta Bancaria, donde se replica un esquema conservador sin sustento técnico con relación los porcentajes fijados arbitrariamente. Particularmente los límites de adquisición para obligaciones e instrumentos de renta fija dificultan que el Banco del IESS pueda canalizar una mayor parte de su liquidez hacia proyectos que financien el desarrollo productivo.

Cuadro 5.10 – Resolución JB-2009-1406. Límites para el Banco del IESS.

Instrumento	Calificación	Límites de adquisición
Renta fija	AAA-	40% de la emisión 25% de patrimonio del emisor
	AA-	40% de la emisión 20% de patrimonio del emisor
	A-	40% de la emisión 15% de patrimonio del emisor
Cédula hipotecaria	Emisión: AA Emisor: AA	60% de patrimonio emisor
Titularización hipotecaria. Originador: A	AAA	80% de la emisión
	AA	60% de la emisión
	A	40% de la emisión
	BBB	20% de la emisión
Titularización cartera no hipotecaria. Originador A+	AAA	60% de la emisión
	AA	40% de la emisión
	A	30% de la emisión
	BBB	20% de la emisión
Titularización renta variable	AAA	25% de la emisión
	AA	20% de la emisión
	A	15% de la emisión
Titularización flujos futuros crediticios	AAA	50% de la emisión
	AA	30% de la emisión
	A	20% de la emisión
Titularización flujos futuros variables	AAA	20% de la emisión

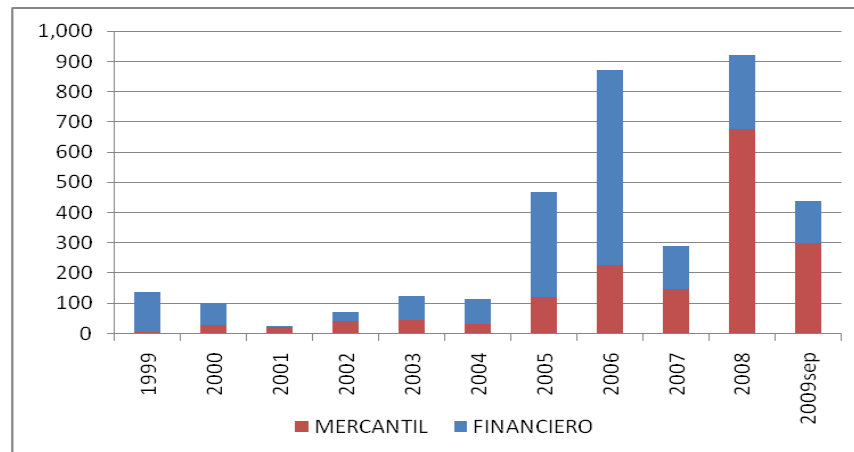
Fuente: SBS

5.3.4 Sector financiero

La importante exposición del IESS a papeles emitidos por el sector financiero demuestra la influencia del sistema financiero en el mercado de valores nacional. No es de extrañarse que la mayoría del volumen transado en el mercado nacional corresponda a títulos valores del sistema financiero (que adicionalmente se realiza de manera extrabursátil, obviando la marcación de precio y de información para el resto del mercado). Por ejemplo, en el año 2008, del total de valores negociados, 69% correspondió a valores emitidos por el sistema financiero. Entre enero y agosto de 2009 la participación del papel financiero en total negociado ha sido del 72%.

También se debe analizar los montos de oferta pública autorizada por sector. Cuando se autoriza la emisión a una institución del sistema financiero indirectamente se está desplazando (*crowding out*) a emisores del sector no financiero. Esto ocurre porque los inversionistas con excedentes de liquidez preferirán este tipo de papeles de menor riesgo y porque son más fácilmente liquidables que los emitidos por el sector no financiero. En el gráfico a continuación podemos ver como recién en el año 2008 se autorizaron significativamente mayores montos al sector no financiero que al sector financiero, situación que se replica en el año 2009 aunque en menor dimensión.

Gráfico 5.10 – Oferta pública autorizada por sector (USD millones)

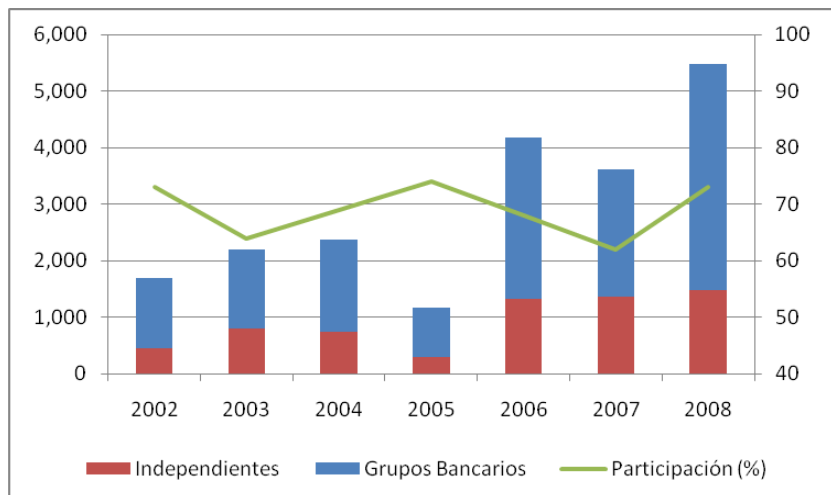


Fuente: SC

Con respecto a los actores intermediarios del mercado de valores, también se supone indebidamente que estos actores compiten libremente entre sí. La legislación ecuatoriana separa

el negocio bursátil del negocio bancario únicamente en la forma mas no en el fondo, porque permite vinculación en la práctica: las casas de valores y administradoras de fondos y fideicomisos de los grandes grupos financieros del país operan en la lógica de grupo financiero como subsidiarias de los bancos. En ese sentido, cuentan con el suficiente poder de apalancamiento financiero para realizar el proceso de intermediación, pudiendo ofrecer adquisición garantizada de los valores a estructurarse o incluso, absorber la emisión y reemplazarla por un crédito corporativo más rápido. Adicionalmente, las casas de valores subsidiarias de los bancos grandes absorben la función de tesorería de todo el grupo financiero (Pazmiño, 2000).

Gráfico 7.1 - Participación de casas de valores bancarias en volumen negociado (USD millones)



Fuente: SC

Esta presencia preponderante de intermediadores bancarios va directamente contra del principio de desintermediación financiera bajo el cual se debería fundamentar el mercado de valores. De esa forma, se estaría contraviniendo también el espíritu de la separación de funciones de intermediación financiera y de banca de inversión. Esta separación fue consecuencia de la historia luego de la Gran Depresión estadounidense mediante el acta Glass-Steagall, implementada como paquete del New Deal, en el gobierno de Franklin Delano Roosevelt. En el Ecuador, las recomendaciones internacionales que quedaron explícitas en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero obvió esta importante lección. En la exposición de motivos de esta Ley, que fue aprobada en 1994, se hace referencia a las tendencias globales de

liberalización y desregulación. Valdría añadir que la expedición de esta ley formó parte de los condicionamientos de parte de los organismos financieros multilaterales, como se ve en adelante.

5.4 Síntesis

En este capítulo se presentó una breve historia del mercado ecuatoriano, una revisión de los actores del sistema y un dimensionamiento y caracterización de la situación actual del mercado de valores, desde una óptica de diagnóstico estratégico de política pública. Parece indicado concluir que a partir de este diagnóstico ha quedado claro cuáles son los objetivos para plantearse en reformas del mercado ecuatoriano: convertir el mercado en un instrumento de financiamiento para el desarrollo a través de financiamiento a más largos plazos y al sector real; y la generación de mercados de liquidez domésticos.

Capítulo 6 – Las reformas en el Ecuador

Luego de percatarse que las medidas recomendadas por los organismos internacionales tenían un alto grado de uniformidad y falta de consideración de las circunstancias particulares de cada país o siquiera de cada región, se presentan las políticas y reformas que se aplicaron en el Ecuador. Se presentan las reformas de forma cronológica y se las categoriza por etapas. En cada sección se expone la argumentación teórica detrás de las políticas, se evalúa el éxito de las reformas en sus propios términos teóricos y también se evalúa las mismas en términos de impulsar al mercado de capitales como un instrumento para el desarrollo. La primera sección cubre la liberalización financiera impulsada en los primeros años del gobierno de Sixto Durán Ballén. La segunda sección explica las reformas impulsadas a partir de la constitución de 1998. La tercera sección se refiere a las reformas impulsadas a partir de la dolarización en los gobiernos de Gustavo Noboa y Lucio Gutiérrez.

6.1 La liberalización financiera

La liberalización financiera estaba contemplada en el acuerdo suscrito por el Gobierno Nacional con el Fondo Monetario Internacional en el cual se pregonaban las políticas de estabilización y ajuste. A continuación se exponen los principales elementos.

6.1.1 Apertura de la cuenta de capitales y liberalización cambiaria

El Banco Central apuntó a una política cambiaria de libre convertibilidad pero que establezca anclas cambiarias nominales en los precios. Paralelamente, se impulsó la apertura comercial mediante reducción arancelaria unilateral, mediante acuerdos regionales y mediante el ingreso en la Organización Mundial del Comercio. De igual forma, se eliminaron todo tipo de restricciones administrativas o cambiarias al intercambio de bienes y servicios con el exterior. Adicionalmente, se eliminaron procesos administrativos con relación a la entrada de inversión extranjera, restricciones al envío de utilidades al exterior y trato nacional para los inversionistas extranjeros. (BCE, 1995)

Los argumentos teóricos para dicha política eran la importancia de reducir la inflación mediante el aumento de oferta de bienes a través de las importaciones. También argumentaba una mejoría en la eficiencia de los mercados al eliminar obstáculos arancelarios y no-arancelarios que generaban distorsionantes. Finalmente, con relación a la libre convertibilidad de la moneda y a la apertura de la cuenta de capitales, se argumentaba que las restricciones administrativas impedían una correcta formación de precios en el mercado cambiario.

6.1.2 Desregulación financiera

Se sustituyeron instrumentos como la política activa de encaje, fijación de tasas de interés y mecanismos de financiamiento direccionado de segundo piso por la unificación del encaje, la liberalización de las tasas de interés y las operaciones de mercado abierto. Relacionado con estas medidas de política, en 1993 se expidió la nueva Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado estableciendo al BCE como entidad autónoma con el control de la inflación como objetivo primordial. (BCE, 1995) De esta forma, el BCE se consolidó como una entidad de régimen ortodoxo y el Estado perdió importantes grados de libertad con respecto al control sobre las palancas monetarias y financieras.

Cobijados en la teoría monetarista, se planteó al banco central como una entidad encargada del control de la oferta monetaria. Se argumentó que el establecer arbitrariamente precios al capital generaba distorsiones en el mercado e impedían el financiamiento a ciertos segmentos de la población.

En el año 1994, se obtuvo financiamiento del BID¹⁴ para realizar una serie de reformas en el sistema financiero entre las cuales constaba “la aplicación de un marco legal y reglamentario para las actividades del mercado de valores que promueva el desarrollo de infraestructura para canalizar hacia la inversión un mayor porcentaje de los ahorros de largo plazo”.

En 1994 se promulgó la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, con el objetivo de modernizar y desregular al sistema financiero. En su exposición de motivos, esta ley propone

¹⁴ BID 94: 834/OC/EC

adecuarse con el nuevo orden económico mundial y con las tendencias de liberalización y desregulación a nivel global. La ley otorgó significativamente mayor libertad de acción a las entidades financieras, homogenizó los criterios independientemente de la naturaleza de organización, propiedad y ámbito de la institución financiera y planteó como referencia de supervisión y regulación a los estándares internacionales recomendados por Basilea. Este cambio macro-regulatorio no fue antecedido por un fortalecimiento de las capacidades de supervisión y control de las entidades estatales respectivas.

6.1.3 Privatización de la seguridad social

En 1995, el Gobierno Nacional impulsó un referéndum que incluía como pregunta la opción de mantener el ahorro obligatorio en otra entidad que no sea el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social. Este intento por privatizar el régimen pensional de seguridad social no tuvo éxito ni acogida popular. La intención era generar una demanda importante desde el sector privado para los distintos títulos valores.

La argumentación teórica para esta propuesta era que el régimen de reparto de la seguridad social no es sostenible en el tiempo y que implica una sustancial carga fiscal. Adicionalmente, argumentaban que el régimen pensional corresponde a capital de exigibilidad en el largo plazo por lo cual puede servir para financiar iniciativas de largo plazo en el mercado de capitales.

6.1.4 Privatización de las empresas estatales

Mediante el Consejo Nacional de Modernización el Gobierno de Durán Ballén se planteó una agenda completa de privatización, cuyo marco jurídico estaba contemplado en la Ley de Modernización expedida en la época. La política privatizadora era amplia e ilimitada, incluía a empresas de sectores estratégicos, servicios públicos, empresas pequeñas; contemplaba acceso al capital a los trabajadores, a la ciudadanía, a empresas locales, a la banca nacional y a empresas internacionales. La política de privatización, asesorada activamente por el Banco Mundial, contemplaba decisiones explícitas de limitar el financiamiento del Gobierno Central a dichas empresas con el fin de desvalorizarlas y debilitarlas. Si bien la política de privatización solo

tuvo éxito en el caso de la aerolínea estatal Ecuatoriana y en el caso de La Cemento Nacional, se privatizaron muchos servicios que proveía el Estado directamente a través de sus ministerios y otras entidades adscritas. Con el fin de poder realizar estos procesos de privatización fue primordial la expedición de la Ley de Mercado de Valores.

6.1.5 La Ley de Mercado de Valores de 1993

La Ley de Mercado de Valores formaba parte de la agenda estratégica de la política del Gobierno de Durán Ballén. La intención de expedir la Ley de Mercado de Valores en su momento correspondía a la idea era facilitar la privatización de las empresas estatales, generar un marco legal e institucional para acoger a los inversionistas extranjeros de portafolio y canalizar el ahorro nacional hacia la inversión de largo plazo. Fue esta ley, en conjunto con las otras medidas discutidas anteriormente, la que realmente dio inicio oficial al mercado de valores ecuatoriano.

El objetivo de esta legislación, publicada en el Suplemento del Registro Oficial No. 199, de 28 de mayo de 1993, era “promover y canalizar el ahorro nacional y foráneo hacia la inversión productiva, con la consiguiente generación de empleo e incremento en la producción de bienes y servicios, a través de un Mercado de Valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua” (SC, 2006).

Esta ley definió a los actores institucionales involucrados en el mercado. Creó el Consejo Nacional de Valores como órgano regulador y rector de política del mercado. Adicionalmente, se introdujeron “nuevas instituciones y figuras jurídicas, como las administradoras de fondos y fideicomisos, los fondos de inversión, los fondos colectivos y los fideicomisos; las casas de valores; la oferta pública; las calificadoras de riesgo; el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores; y, el Registro del Mercado de Valores, entre las más importantes” (SC, 2006). Estos actores fueron caracterizados en el capítulo anterior.

Los principales cambios que se dieron con esta ley frente al esquema que regía previamente involucraban la formalización de los actores. Las bolsas de valores debían transformarse de sociedades anónimas a corporaciones civiles. Los agentes de bolsa – personas naturales – debían

pasar a trabajar en casas de valores para poder intermediar. Los mandatos colectivos debían convertirse en fondos colectivos. Las calificadoras de riesgo establecieron un nuevo mercado en el país.

En el momento de la discusión de los proyectos de ley había un consenso general entre las partes interesadas. Sin embargo, restaban algunos puntos controversiales. Uno de los puntos más de disputa de economía política más importantes en la discusión fue con relación a la participación del sistema bancario en el mercado de valores. Los bancos ejercieron mucha presión para que en el proyecto final no se incluyan las disposiciones relativas a la independencia del mercado de valores frente al sistema bancario que se habían realizado en el Congreso.

Vale tomar como ejemplo unas declaraciones visionarias de Marco Guzmán, en ese momento ex Superintendente de Compañías y ex Presidente de la Bolsa de Quito: “Al eliminarse la posibilidad real de la actuación de agentes de bolsa independientes y darse gravitación predominante a la de las casas de bolsa altamente capitalizadas, con participación no limitada en el proyecto de ley de las entidades financieras y bancarias, y al potenciarse el mercado bursátil más que las negociaciones en bolsa, el manejo del mercado se concentraría aún más que en el presente... La participación no regulada de las entidades bancarias financieras alteraría el sistema configurado en la ley General de Bancos y en la de Compañías Financieras, para evitar prácticas monopolistas de grupos poseedores de recursos financieros altamente concentrados.” (Explored, 1993b)

Adicionalmente, se recoge una entrevista a Teresa Minuche de Mera, en ese entonces presidenta de la Comisión de Presupuesto del Congreso y ex Superintendente de Compañías “Se pretendía que los bancos y financieras, sin limitación, integren todos los entes intermediarios del mercado de valores. Tomando en cuenta la importancia del mercado financiero tradicional, permitimos que lo haga hasta un 25% en cada institución, sin que una misma entidad financiera, pueda ser, simultáneamente, accionista de varias intermediarias del mercado de valores. Lo que no permitimos es que los bancos y financieras emitan los mismos papeles que las empresas productivas, puesto que, por costumbre, creemos que un banco es más solvente, más capaz de

darnos seguridad en las transacciones y la gente tiende a comprar esos papeles.” (Explored, 1993a)

6.1.6 Evaluación de la liberalización financiera

A continuación se presentan algunos párrafos de un diagnóstico de la crisis financiera del año 1996 elaborada por el mismo Banco Central y publicada en su Memoria Anual de 1996. Se subrayaron las frases consideradas de mayor relevancia. A partir de este interesante diagnóstico, se procede a evaluar el desempeño de las reformas en dos categorías: frente a lo que se prometió y como un instrumento de desarrollo.

La crisis del sistema financiero que se enfrentó en los primeros meses de 1996, no puede ser entendida sino en un contexto histórico más amplio, por lo cual es necesario conocer las condiciones de la economía desde 1994 y su efecto en la situación de los bancos y financieras del país.

La recuperación de la actividad económica se tradujo en una reducción continua del riesgo país que provocó una afluencia considerable de capitales externos que entraron al país a través del sistema financiero nacional, el cual creció de manera vigorosa durante 1994, apoyado también en una importante reforma monetaria que redujo y unificó al 10% los encajes bancarios.

Efectivamente, la profundización financiera medida como la relación M2/PIB y Crédito/PIB creció entre 1992 y 1994 en 5.2 y 9.2 puntos porcentuales, respectivamente, ubicándose a fines de ese año en 24.3% y 22.8%, reflejando un crecimiento importante en el ahorro, sobre todo aquel en divisas, y una mayor disponibilidad de recursos para financiamiento al sector privado. Los resultados fueron igualmente alentadores en el mercado de valores, en el que el incremento significativo de los rendimientos en acciones propició un desarrollo importante del mercado de capitales.

[...]

Sin embargo, la lenta reducción de la tasa de interés doméstica fue un instrumento que colaboró con el esquema de estabilización, pues al propiciar un ingreso de capitales de corto plazo nunca antes registrado en la economía ecuatoriana, fue uno de los factores que determinó el fortalecimiento de la Reserva Monetaria Internacional, lo cual tornó mucho más creíble la sostenibilidad de un modelo basado en la defensa del tipo de cambio para que actúe como ancla nominal del sistema. El ingreso de capitales externos contribuyó, además, a la significativa expansión del fondo de recursos prestables por el sistema bancario y financiero nacional.

Es de esta manera como se sintieron los efectos de los choques adversos que sufrió la economía durante 1995: el efecto tequila con sus consecuencias sobre la reducción en el flujo de capitales de corto plazo; el conflicto fronterizo con Perú que obligó a introducir cambios en la pendiente que fija la paridad del tipo de cambio y presionó por un incremento en las tasas de interés; la crisis política por la destitución del Vicepresidente de la República, que influyó adversamente sobre las expectativas de los agentes económicos; y, la crisis en la provisión energía eléctrica, que redujo el crecimiento de la economía.

La crisis financiera que enfrentó el país a fines de 1995 y durante 1996, fue la más profunda desde aquella vivida en 1982 a causa del problema de la deuda externa y afectó fuertemente a las sociedades financieras y a las mutualistas, sectores que decrecieron en términos reales durante esos dos años. Esta situación no fue un hecho inesperado, y fue la consecuencia de una estrategia de expansión de alto riesgo adoptada por ciertas entidades y sustentada en la dinámica ahorro-crédito que había generado el ingreso de capitales al país.

[...]

La crisis financiera del año 1996, se hizo evidente a fines de 1995 como un problema de liquidez, que comenzó por un incumplimiento constante del encaje de varias instituciones financieras, obligando a algunos intermediarios, sobre todo aquellos nuevos y pequeños, a pagar altas tasas de interés para atraer o mantener ahorristas, o para operar en el mercado interbancario. La situación se complicó cuando en el último mes de 1995 quebraron dos Casas de Valores que no estaban autorizadas para recibir dinero de los inversionistas y una sociedad financiera. Estos hechos redujeron drásticamente el financiamiento interbancario y provocaron retiros masivos de depósitos sobre todo de las sociedades financieras que habían estado ejecutando prácticas bancarias con elevados riesgos de crédito y de mercado, por lo que la liquidez llegó a niveles críticos sobre todo entre diciembre de 1995 y marzo de 1996. En el caso de los bancos privados, la situación de liquidez fue menos preocupante y se localizó en ciertas instituciones que habían estado operando durante el último año en el mercado interbancario.

[...]

El Banco Central del Ecuador como prestamista de última instancia concedió en los dos últimos meses de 1995 y durante 1996, a través de Operaciones de Tesorería (Créditos de Liquidez) y Créditos de Emergencia, recursos a 12 bancos privados y 30 sociedades financieras, los cuales en número representan a fines de 1995 el 31% y 58% de sus respectivos sectores. En el caso de los bancos privados, estos créditos podían alcanzar hasta el 200% de su patrimonio técnico y, en el de las sociedades financieras que legalmente solo tenían acceso a las Operaciones de Tesorería, representaron hasta el 100% de ese indicador.

[...]

La preocupación de este riesgo sistémico se acentuó porque se consideraba que la situación económica del país era coyunturalmente frágil, debido a que las expectativas por parte de los agentes económicos eran más bien negativas y por las experiencias recientes de otros países latinoamericanos. Cabe señalar que la posibilidad de riesgo sistémico en países como Ecuador, es mucho más alta porque existe concentración de la riqueza, iliquidez en el mercado de capitales que restringe las fuentes alternativas de recursos, alta volatilidad en las tasas de interés y en los recursos que ingresan al circuito financiero; bajas tasas de profundización financiera; y, preeminencia de depósitos y captaciones a corto plazo.

Las crisis financieras siempre han sido muy costosas y cuando estas se desatan el Gobierno no tiene otra alternativa que rescatar al sistema financiero. Los costos han sido extremadamente altos, así por ejemplo en el caso de Chile (1982) representó el 18% del PIB, en Venezuela (1996) alcanzó el 17% del PIB, en Argentina (1989-1990) el 13% del PIB y México (1995) el 6.5% del PIB.

[...]

Errores en la administración y gestión del Banco Continental, conjuntamente con los choques externos y en asociación a un proceso de liberalización financiera y una débil supervisión bancaria, fueron los factores que en conjunto determinaron que en el mes de marzo de 1996 esta entidad presente una aguda crisis financiera que la condujeron a un estado de insolvencia.

El diagnóstico presentado hace un interesante recuento del contexto económico y de las causas que llevaron a la crisis financiera de 1996. Sin embargo, parece omitir la conexión entre la constante referencia a la entrada de capitales y al ‘rescate’ realizado por el Banco Central: en el momento que el banco central supe de liquidez (sea en dólares o en sucres) a las entidades financieras receptoras de los capitales externos, se está subsidiando el riesgo a los capitalistas extranjeros y generando un riesgo moral de magnitudes sistémicas. La relación entre salvataje a sistema financiero y pérdida de divisas frente a un ataque especulativo no es coincidente, más bien es deliberada y parece ser diseñada *ex ante*. Sorprende esta frase: “Esta situación no fue un hecho inesperado, y fue la consecuencia de una estrategia de expansión de alto riesgo adoptada por ciertas entidades y sustentada en la dinámica ahorro-crédito que había generado el ingreso de capitales al país”.

Cuando el Banco Central, en su documento oficial declara que “el Gobierno no tiene otra alternativa que rescatar al sistema financiero” está mandando un mensaje claro con respecto a su rol de prestamista de última instancia. No solo se debe entender este mensaje con respecto a la estabilidad del sistema financiero sino también (en un contexto de libre convertibilidad de la moneda) con respecto a la estabilidad de sus anclas cambiarias.

De acuerdo con datos del Banco Central del Ecuador (1995), el flujo neto de capitales privados, que involucra la inversión directa extranjera, la deuda privada neta y los flujos de corto plazo, fue de USD 465 millones en 1995, equivalente al 2.6% del PIB, mientras que en 1994 fue de USD 759 millones, en 1993 fue de USD 120 millones, en 1992 fue de USD 295 millones y en 1991 fue de USD 275 millones.

Este aumento significativo de entrada de capitales a partir del año 1994 demuestra que las políticas implementadas por el gobierno de la época fueron exitosas en el sentido que lograron atraer capital extranjero a la economía nacional en cantidades muy significativas. Sin embargo, como lo evalúa el propio BCE, se crearon o profundizaron los riesgos asociados a esos flujos de capitales, como puede ser su salida repentina. Con respecto al rol de estos capitales en el marco del desarrollo, si bien son montos muy significativos con relación al tamaño de la economía nacional, se concluye que estos capitales eran generalmente de carácter especulativo y por lo tanto no contribuyeron al financiamiento del desarrollo. Además, el aumento de vulnerabilidades ante shocks externos y el aumento de probabilidad de riesgo sistémico no se consideran reformas para el desarrollo.

En el año 2008, el BID realiza una evaluación sobre el préstamo otorgado en 1994 sobre un programa de competitividad para el sistema financiero. La propia evaluación del BID (2008) con respecto a este préstamo indica que una condición de este préstamo era la expedición de la “Ley General de Instituciones del Sistema Financiero” y que esta ley “inició el proceso de liberalización financiera y permitió el crecimiento experimentado por el sector financiero durante la segunda mitad de los noventa. Este crecimiento, que podría interpretarse, en principio, como algo positivo, y que no hubiese experimentado Ecuador de no haberse aprobado la Ley, exacerbó

los problemas de asimetría de información”. Los problemas de asimetría de información emergieron frente al Estado, frente a los depositantes y entre las instituciones bancarias.

Más adelante en su evaluación, el BID argumenta que las reformas que incluían la supervisión y regulación secundaria no se profundizaron lo suficiente porque el partido de Durán Ballén perdió mayoría en el Congreso y el plan de reformas fue bloqueado. No parece adecuado argumentar que primero correspondía liberalizar al sistema financiero para luego proceder a dotar de capacidades a los reguladores y a los supervisores. Pero incluso que la secuencia fuera correcta de esa manera, las consecuencias en otros países de la región que cumplieron adecuadamente la agenda de reformas también tuvieron problemas. La uniformidad de las políticas aplicadas en la región y sus consecuencias se revelan por esta frase: “La preocupación de este riesgo sistémico se acentuó porque se consideraba que la situación económica del país era coyunturalmente frágil, debido a que las expectativas por parte de los agentes económicos eran más bien negativas y por las experiencias recientes de otros países latinoamericanos” (BCE, 1996).

6.1.7 Recapitulación

En esta sección se revisaron las políticas de liberalización financiera que se llevaron a cabo desde el año 1992 y que fueron ejecutadas desde 1993. La evaluación en una primera reacción es positiva, por la significativa entrada de capitales extranjeros al país. Sin embargo, inmediatamente se exponen las importantes vulnerabilidades y la dimensión de los riesgos, particularmente de la apertura en la cuenta de capitales. Finalmente, se muestra como se cristalizaron esos riesgos en 1996, convirtiéndose ya en una alerta temprana para los hacedores de política pública frente a lo que se pueda venir en el futuro de continuar esas políticas.

6.2 Constitución y Ley de 1998

En esta sección se examinan básicamente dos procesos reformativos de trascendencia: la Constitución de 1998 y la nueva Ley de Mercado de Valores expedida en 1998.

6.2.1 Constitución de 1998

En 1998 se realizó una Asamblea Constituyente luego de la cual se emitió una nueva constitución de la República. Dicha Constitución se puede considerar neoliberal. Entre las principales reformas relacionadas con el mercado de capitales nacional fueron en dos ámbitos particulares y un general. El tema general fue la declaración del sistema económico nacional como una economía social de mercado.

El primer tema específico se refiere a la transición de la Seguridad Social hacia un régimen de contribución mixto y público. Mantener la Seguridad Social pública a nivel constitucional se puede considerar un importante logro desde el punto de vista social y el régimen mixto se puede considerar un acontecimiento importante para el mercado de capitales. El régimen mixto implica que además de las contribuciones al IESS que se destinan a un esquema solidario de pensiones, existirá un tramo de las contribuciones que se destinarán a una cuenta de capitalización individual, que se maneje con criterios actuariales. De esta forma se crean capitales de largo plazo.

El segundo tema de importancia en la Constitución de 1998 fue la consagración del Banco Central del Ecuador como ente con plena autonomía constitucional con el objetivo primordial de mantener la estabilidad de la moneda. Esto tiene implicaciones importantes para el mercado de capitales, ya que los inversionistas buscan estabilidad macroeconómica y una de los principales variables que se miden es la inflación, con el fin de que sus inversiones preserven el capital en el tiempo. Adicionalmente, la disposición transitoria 42 de la Constitución establecía un plazo de dos años desde la fecha de entrada en vigencia de la Constitución para que el Banco Central pueda otorgar créditos de liquidez al sistema financiero. Como se examinó en la sección anterior, este tipo de señales previas son un mensaje claro para los capitalistas que dispongan de suficientes divisas y deseen montar un ataque especulativo contra la moneda nacional.

6.2.2 Ley de Mercado de Valores de 1998

Si bien apenas habían ocurrido cinco años desde la expedición de la primera Ley de Mercado de Valores, se consideró que se debía actualizar la misma. La ley de 1998 fue publicada en el

Registro Oficial No. 367 de 23 de julio de 1998. Sin embargo, la oportunidad de esta actualización se debe examinar con mayor detalle. Para obtener más pistas del momento de la ley, se pasa a revisar el contenido de las principales reformas con respecto a la versión de 1993.

El gobierno de Fabián Alarcón planteó la privatización de las empresas estatales, particularmente las empresas telefónicas. También otras empresas de sectores estratégicos como las del sector eléctrico se consolidaron como sociedades anónimas en el Fondo de Solidaridad para su privatización, creado constitucionalmente. Para las bolsas de valores era fundamental que cualquier proceso de venta o de compra de títulos valores se realice a través de las bolsas, con el fin de lograr un mercado cautivo.

Adicionalmente, se separó la función del fiduciario por fuera de las instituciones financieras con el fin de liberar estos activos (en algunos casos con problemas) de los balances de los bancos. Similar iniciativa está detrás de la creación de la figura de titularización, instrumento que permite que los bancos liberen de sus balances ciertos activos en fideicomisos para que estos a su vez sean titularizados y puedan ser vendidos en el mercado de valores. También se definió la figura del encargo fiduciario como un mandato irrevocable, en la que no existe transferencia de propiedad.

El primer punto sobre la obligatoriedad para que las inversiones del sector público sean canalizadas a través de las bolsas de valores del país¹⁵ fue en su momento vetada por el Presidente de la República, pero fueron ratificadas en el Congreso Nacional. De esta forma, las bolsas de valores garantizaban ingresos siempre y cuando el Estado emita valores, esta transferencia de recursos establecida en la ley se puede considerar un subsidio.

La Ley de Mercado de Valores de 1998 mantienen los aspectos positivos de la Ley anterior y además de lo expuesto anteriormente, busca fortalecer la transparencia del mercado, afianzar la seguridad de los inversionistas, evitar conflictos de interés, permitir la desmaterialización, armonizar la operatividad del mercado nacional a la de los principales países latinoamericanos

¹⁵ Mediante reforma a la Ley de Mercado de Valores en la Ley de Creación de la Red de Seguridad Financiera se eliminó esta obligatoriedad.

con el fin de internacionalizar la acción de las entidades que trabajan en este mercado, considerando el contexto de un mundo globalizado. Adicionalmente, se revisó el régimen de sanciones y se dotó de mayor fuerza coercitiva al ámbito de control del mercado de valores a cargo de la Superintendencia de Compañías. (SC, 2005).

A mediados de en 1998, la IOSCO emitió un documento con 30 medidas recomendadas a los entes reguladores de los mercados de valores locales. Estas medidas aspiraban cumplir tres objetivos: (1) la protección de los inversionistas, (2) el aseguramiento de que los mercados sean justos, eficientes y transparentes y (3) la reducción del riesgo sistémico. El Ecuador, conjuntamente con los entes reguladores de la Comunidad Andina en su segunda reunión de 1999, aprobó las 30 medidas.

6.2.3 Evaluación

Como se conoce, fueron en esos dos años subsiguientes a la expedición de la Constitución de 1998 cuando ocurrió la crisis económica de mayores proporciones en la historia nacional, el más numeroso éxodo de compatriotas y el más grande salvataje bancario. Las políticas económicas en esos años, que correspondieron al Gobierno de Jamil Mahuad, fracasaron rotundamente.

Según el BCE, “durante 1998 el Ecuador experimentó un proceso de inestabilidad interna, como consecuencia de varios problemas políticos, que impidieron solventar con la urgencia del caso los desajustes económicos, lo que se reflejó en el deterioro de indicadores como el déficit de balanza comercial y fiscal, tasas de inflación al alza, restricciones del crédito productivo y comercial, altas tasas de interés reales, fuertes presiones cambiarias y un proceso de fuga de capitales. Estos fenómenos fueron potenciados por un entorno internacional adverso, especialmente por las crisis asiática y brasileña, lo que redujo las expectativas de inversión en los países emergentes y tuvo también repercusiones sobre el Ecuador” (BCE, 1999).

Y para resumir la crisis en términos bastante tecnocráticos, nuevamente se cita al BCE. “Sin haber resuelto el problema fiscal, el país tuvo que hacer frente, desde el primer semestre de 1999, al embate de la crisis financiera internacional, que se tradujo en una reducción de las fuentes

externas de financiamiento. Esto agudizó las dificultades de la balanza de pagos, por el lado de la cuenta de capitales, y precipitó la frágil situación del sistema financiero doméstico hacia un problema de solvencia, en el marco de una insuficiente supervisión bancaria. En la práctica, 1999 fue un año marcado por la inestabilidad del sistema financiero, en medio de acciones dolosas de algunos administradores de bancos y financieras. El feriado bancario y el congelamiento de los depósitos en la banca, decretado por el Gobierno en marzo, reflejaron la gravedad de la crisis, causando a su vez un mayor deterioro de la confianza de los agentes, y exacerbando así la incertidumbre” (BCE, 1999).

Parece bastante seguro indicar que la implementación de las medidas de política económica, particularmente la política financiera, y consecuentemente las políticas monetaria y cambiaria fracasaron y derivaron en una crisis financiera sistémica y crisis económica generalizada. A su vez, esto derivó en una crisis social y política que culminó con el decreto de la dolarización oficial y el derrocamiento del presidente Mahuad.

Con respecto a la Ley de Mercado de Valores de 1998, se concluye que no se cumplió ninguna privatización a pesar de que las empresas operaban ya con el régimen de derecho privado y estaban aglutinadas en el Fondo de Solidaridad. Desde una óptica de desarrollo, dependiendo de la orientación y base teórica, se puede considerar que la no-privatización de dichas empresas estratégicas y rentables ha resultado positivo para el país.

Con respecto a la obligatoriedad de que las inversiones del sector público se canalicen a través de la bolsa de valores, se pueden considerar un éxito para las bolsas y el mercado porque se ganó en ingresos para la bolsa y en transparencia. Desde una óptica de desarrollo también se gana con la transparencia, pero se considera que los recursos destinados a pagar comisiones de a las bolsas pudieron haber tenido destinos más provechosos y vienen a ser un subsidio implícito que consta en la ley.

Con respecto a los nuevos instrumentos alrededor de la figura fiduciaria, en los primeros años luego de la expedición de la ley no se realizó ningún proceso de titularización pero sí se separaron con éxito los negocios fiduciarios bancarios hacia las administradoras de fondos y

fideicomisos. Actualmente, en términos de la intención de la reforma y en términos de desarrollo, la figura de titularización se puede considerar un éxito, ya que es el instrumento de financiamiento de mayor crecimiento y predominancia en el mercado. Esto se debe complementar con el hecho que la Superintendencia de Bancos y Seguros establece que las titularizaciones son instrumentos de menor riesgo relativo frente al resto. Simplemente como alerta, se debe advertir que la titularización genera incentivos de riesgo moral que se pueden derivar en un modelo de crédito originar-distribuir; es decir, colocan el crédito sin una adecuada evaluación del riesgo, lo titularizan pronto; y lo venden transfiriendo el riesgo a una parte que nunca evaluó el perfil crediticio o de riesgo del activo subyacente.

6.2.4 Recapitulación

En esta sección se presentó la Constitución de 1998 y la Ley de Mercado de Valores de 1998. Se puede descartar a los cambios legales como responsable de la crisis económica experimentada por el Ecuador en esas épocas. Sin embargo, con respecto a la Constitución de 1998, se puede atribuir gran parte de la responsabilidad por el salvataje y consecuente devaluación de la moneda y dolarización de la economía a la disposición transitoria 42 de dicha Constitución. Esta señal a los actores nacionales e internacionales indicó que el Estado ecuatoriano estaba dispuesto al salvataje y estaba dispuesto a medidas similares en el ámbito de la política cambiaria.

6.3 Dolarización y ‘transformación económica’

Luego de la devaluación de la moneda, el congelamiento de los recursos y el cambio de régimen monetario, la crisis financiera generó cambios estructurales en los mercados financieros nacionales. Acompañando a la implementación legal de la dolarización y como parte de las exigencias del Fondo Monetario Internacional, se impulsaron cambios estructurales importantes mediante leyes aglutinadoras de reformas puntuales a varios cuerpos legales, con sobrenombres Ley Trole 1 y Ley Trole 2.

6.3.1 Ley Trole 1

La Ley para la Transformación Económica del Ecuador (“Trole 1”) fue la que dispuso la inconstitucional dolarización de la economía ecuatoriana. Pero adicional a la dolarización, también se reforman algunos otros cuerpos legales. Se estableció un marco legal y operacional para el fortalecimiento de la banca, en concordancia con las prácticas internacionales y con el modelo económico adoptado. Entre las principales reformas está la cobertura limitada de depósitos de la AGD frente a la garantía total inicialmente aplicada; la posibilidad de adoptar la coactiva para la recuperación de la cartera vencida; acciones correctivas inmediatas para los bancos que están temporalmente operando bajo el límite de 9% de patrimonio técnico y criterios uniformes para los programas de reprivatización y recapitalización de la banca. (BCE, 2000) Estas reformas fueron impulsadas desde la lógica de Basilea y son comparables con lo que se aplica a nivel internacional.

Para el mercado de valores es de importancia el artículo 19 que se refiere a que la “Superintendencia de Bancos requerirá en cualquier momento información acerca de las Casas de Valores y Administradores de Fondos que pertenezcan a grupos financieros, sin que le oponga el sigilo bursátil, de igual manera la Superintendencia de Compañías para su labor de control podrá solicitar en cualquier momento información sobre grupos financieros, sin que se le oponga el sigilo bancario. Para este fin, las Superintendencias mantendrán vigentes convenios de cooperación mutua.” Con respecto a la argumentación teórica para facultar a ambas entidades a solicitar esta información es para poder viabilizar una propuesta de supervisión consolidada y evitar o por lo menos detectar arbitrajes regulatorios.

6.3.2 Ley para la Promoción de la Inversión y la Participación Ciudadana

Con el propósito de continuar con las reformas legales e introducir los cambios estructurales orientados a una mayor apertura de la economía se expidió la Ley para la Promoción de la Inversión y de la Participación Ciudadana. Las principales reformas que contiene se enfocan en los siguientes cuerpos legales: Ley de Modernización del Estado, Ley de Hidrocarburos, Ley de Minería, Ley del Sector Eléctrico, Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado, Ley de Instituciones del Sistema Financiero, Reformas a la Ley para la Transformación Económica, y Código de Trabajo, entre otros. (BCE, 2000) Con relación al mercado de valores, son de

particular importancia las disposiciones respecto a la privatización de las empresas estatales. La Ley estaba pensada en un esquema en el cual si se privatiza o se amplía el ámbito de acción del sector privado, aumentará la inversión de capital en el país.

6.3.3 Evaluación de dolarización y 'transformación económica'

La crisis tuvo un impacto directo en el mercado de valores nacional. En el año 1999 casi todo el volumen negociado correspondía al sector público, particularmente a emisiones del Banco Central. Una gran parte de las instituciones financieras que cotizaban en bolsa y que emitían títulos fueron cerradas y puestas en liquidación. Con la reducción de número de emisores del sector financiero se redujo también la oferta pública de valores. La alta inflación e incertidumbre en los primeros años de la dolarización desmotivó la participación de más emisores e inversionistas en el mercado de valores. Finalmente, el mayor inversionista institucional (IESS) no contaba con capital ya que había perdido significativas sumas de dinero por la continua y fuerte devaluación del sucre.

Como se verá en la siguiente sección, a partir del régimen de dolarización los mercados de liquidez escasearon súbitamente. Antes de la dolarización, el mercado de liquidez por excelencia era el mercado de divisas, que tenía movimientos significativos. En este mercado participaban actores del sector productivo de la economía que recurrían a dólares para necesidades del negocio, pero en cual también participan un sinnúmero de actores financieros buscando rentabilidad en base a la especulación y en otros casos, con la expectativa de devaluación a largo plazo, para mantener el valor en el tiempo de sus activos financieros. Uno de los factores que puede pasar generalmente inadvertido es el hecho que la dolarización facilita el ingreso de capitales de mediano y plazo por concepto de lavado de dinero.

6.3.4 Recapitulación

Las leyes Trole no tuvieron mayor impacto directo en los mercados de capitales salvo la capacidad de controlar a los grupos financieros de manera consolidada en el sector bancario y en el sector del mercado de valores.

Sin embargo, la dolarización como fenómeno monetario sí se generó un impacto indirecto sustancial. Gran parte de los inversionistas, y particularmente el IESS como mayor inversionista institucional perdió gran parte de su capital porque el mismo estaba denominado en sucres. Por lo otro lado, el mercado de divisas, asociado a los valores emitidos por el sistema financiero dejó de existir, lo que ocasionó que los mercados de liquidez se sequen. La dolarización facilitó la entrada de dólares por conceptos de lavado de activos, lo cual genera mayor liquidez en la economía y disponibilidad de capitales de mediano a largo plazo.

6.4 Síntesis

En este capítulo se han presentado y se han evaluado las principales reformas relacionadas con el mercado de valores impulsadas en el Ecuador desde 1993. La agenda de reformas es similar a las que han sido impulsadas en el resto de América Latina. En la primera sección se examinaron las medidas de la liberalización financiera. La evaluación de estas medidas es negativa, ya que si bien generaron ingresos de de capitales en montos significativos, esto generó riesgos y vulnerabilidades igual de significativos que derivaron en una primera crisis financiera en 1996.

En la segunda sección se mencionaron las políticas relacionadas a la Constitución y Ley de 1998. Mientras que la ley se evalúa generalmente de manera positiva por hacer un esfuerzo de actualización y afinamiento conceptual, la Constitución de 1998, particularmente en su disposición transitoria 42, carga con mucha de la culpa por el desenvolvimiento de la crisis económica de fin de siglo que sufrió el Ecuador. Esta reforma, asociada con la liberalización financiera del primer momento generó resultados calamitosos y de mucha mayor dimensión que los de 1996.

La tercera sección revisó las leyes Trole. Si bien no hay normas que tengan impacto significativo en el mercado de capitales, la resolución de la crisis y el régimen de dolarización tuvieron implicaciones sustanciales en el mercado. Las principales consecuencias fueron la reducción de emisores por liquidación forzosa, la erosión de la capacidad de inversión de los inversionistas institucionales y la destrucción de los mercados de liquidez.

Se debe tener en cuenta las políticas implementadas en el Ecuador a lo largo de dos décadas así como sus resultados, con el fin de tener criterio para el análisis de las propuestas formuladas en los siguientes capítulos.

Tercera Parte

Propuestas

Capítulo 7 – La paradoja del ahorro y la inversión nacional

En la primera sección de este capítulo se presentará un diagnóstico de los excedentes de liquidez (ahorro nacional) que se encuentran en el exterior. En la segunda sección se resumen los cambios realizados en este ámbito en los últimos años desde diciembre de 2007. En la última sección se realizan recomendaciones adicionales. Finalmente se sintetiza lo expuesto.

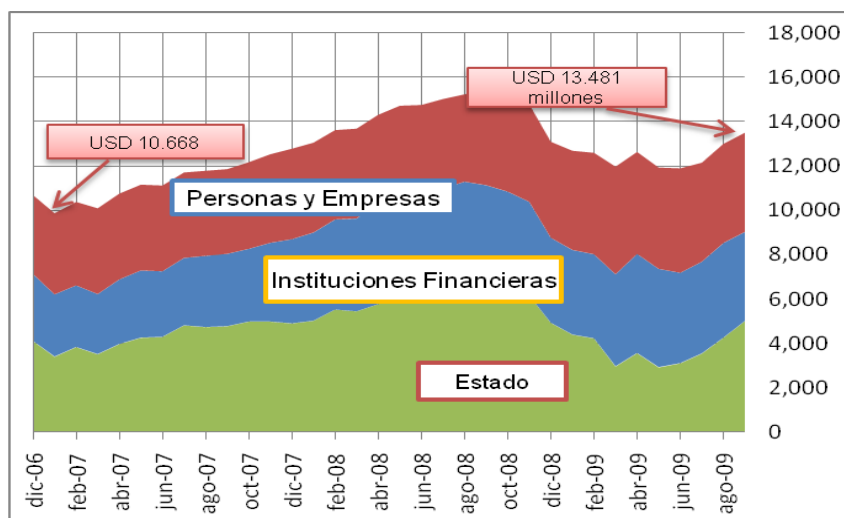
7.1 Diagnóstico del ahorro en el exterior

Una de las particularidades más importantes de la economía ecuatoriana es su régimen monetario de dolarización y el “principio” de libre transferibilidad de divisas con el exterior¹⁶, además de la obligatoriedad legal (hasta hace poco) de mantener la totalidad del ahorro público en el exterior. Esta condición genera un sistema en el cual los excedentes de liquidez encuentran un camino más fácil hacia el exterior que dentro del país. La paradoja es que mientras esta condición puede ser individualmente mejor para cada agente, resulta en un sub-óptimo social. Además, existe una muy significativa demanda de capital insatisfecha, que incluso recurre al endeudamiento externo¹⁷. Resumiendo: existe abundante ahorro nacional en el exterior y al mismo tiempo existe abundante demanda de capital para inversión en el país.

¹⁶ Por ejemplo, el artículo 1 de la Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado “El régimen monetario se fundamenta en ... el principio de libre transferibilidad de divisas con el exterior”.

¹⁷ En muchos casos, el endeudamiento externo corresponden a auto préstamos, cuyo caso paradigmático es Panamá.

Gráfico 7.1 – Activos externos brutos del Ecuador (USD millones)



Fuente: BCE, BIS, TIC; Elaboración: MCPE

7.1.1 Falta de mercados de liquidez

Este tipo de paradojas a nivel macroeconómico refleja un problema de coordinación: la inexistencia de mercados de capitales adecuados para el país. Este tipo de fallas requiere la medida de política pública a nivel macroeconómico, a través de la regulación e intervención de los organismos estatales pertinentes, pero también requiere un trabajo detallado de creación de mercados, en el cual la institucionalidad, las normas, las prácticas, los instrumentos – la microestructura, es una parte fundamental.

Antes de la dolarización, el mercado de liquidez por excelencia era el mercado de divisas, que tenía movimientos significativos. En este mercado participaban actores del sector productivo de la economía que recurrían a dólares para necesidades del negocio, pero en cual también participan un sinnúmero de actores financieros buscando rentabilidad en base a la especulación y en otros casos, con la expectativa de devaluación a largo plazo, para mantener el valor en el tiempo de sus activos financieros. Con la dolarización, los excedentes de liquidez en moneda de curso legal no tienen un mercado de liquidez dentro del país que permitan optimizar la tesorería, y por lo tanto, la opción natural ha sido el de trasladar la tesorería al exterior. El Ecuador es el país latinoamericano con el sistema financiero que más proporción de activos mantiene fuera del

país, solo superado por Surinam. En el cuadro se puede como observar como en el segundo período analizado (1998-2005) los activos externos aumentan – desde la dolarización.

Cuadro 7.3 – Posición externa neta de los bancos como porcentaje de total de activos

	1990–2007 ¹	1990–97	1998–2005	2005	2006	2007
Latin America and the Caribbean²	-6.4	-9.9	-3.9	-1.6	-1.7	-2.4
Caribbean³	2.6	2.0	2.1	5.8	7.5	8.6
Aruba	4.8	5.9	4.7	2.6	1.2	0.5
Bahamas	-1.6	-2.7	-0.7	-0.6	-0.7	-0.5
Barbados	-3.2	-4.0	-2.7	-2.3	-0.5	...
Dominican Republic	1.9	1.1	0.6	9.8	10.5	10.0
ECCU ⁴	3.0	0.6	4.7	9.7	7.5	5.0
Haiti	10.2	11.0	9.0	7.2	10.9	12.3
Jamaica	1.3	0.3	2.4	1.4	0.7	...
Netherlands Antilles	3.5	1.2	5.2	9.1	7.3	...
Trinidad and Tobago	3.7	4.7	1.6	2.0	11.5	...
Central America³	-1.9	-1.1	-3.0	-0.6	-0.7	-1.3
Belize	1.4	-2.8	4.4	7.1	4.2	7.9
Costa Rica	-0.6	2.3	-3.3	1.8	1.0	-4.2
El Salvador	-0.8	3.6	-5.0	-5.2	-3.7	1.3
Guatemala	-10.1	-12.2	-9.6	-3.9	-2.9	-5.1
Honduras	2.2	0.0	4.8	4.8	1.7	0.2
Nicaragua	1.5	5.1	0.4	-2.7	-8.7	-8.9
Panama	5.9	6.7	4.5	5.5	7.6	8.8
Latin America³	-6.8	-10.7	-4.2	-1.8	-2.0	-2.7
Argentina	-7.9	-8.9	-8.2	-4.3	-3.1	-1.4
Bolivia	0.1	-7.4	5.0	11.7	11.9	8.8
Brazil	-5.9	-6.5	-6.2	-2.1	-1.7	-2.5
Chile	-5.9	-11.6	-1.3	-3.5	-1.7	-0.8
Colombia	-7.6	-12.1	-5.2	-0.2	1.0	0.0
Ecuador	1.2	-10.6	8.7	18.6	17.4	19.6
Mexico	-12.6	-22.4	-4.2	-4.7	-7.2	-6.6
Paraguay	8.2	4.5	12.4	12.1	9.4	3.9
Peru	0.9	4.7	-1.9	0.2	2.8	-7.8
Suriname	15.2	8.9	18.3	30.5	27.9	28.0
Uruguay	4.3	2.2	4.8	16.8	17.3	...
Venezuela	4.8	4.9	4.9	4.2	4.7	3.2
Emerging markets⁵	3.0	3.3	3.1	3.0	2.9	1.1
Asia⁵	1.4	-0.3	2.8	3.6	3.8	2.6
Central Europe⁷	4.3	5.6	3.2	5.8	3.4	-1.5
Middle East⁸	10.0	13.4	6.9	7.9	10.0	7.9
Other emerging⁹	1.6	4.6	1.2	-3.0	-4.9	-7.1
<i>Memo:</i>						
<i>Canada</i>	-1.8	-3.6	-0.5	0.3	0.4	0.4
<i>United States</i>	-1.6	-1.3	-1.5	-3.4	-3.9	-2.4

¹ Average for the period or up to the latest available. ² Includes listed countries for the Caribbean, Central America and Latin America. ³ Weighted average based on 2000 GDP and PPP exchange rates of the countries shown. ⁴ Anguilla, Antigua and Barbuda, Dominica, Grenada, Montserrat, St Kitts and Nevis, St Lucia, and St Vincent and the Grenadines. ⁵ Asia, the Caribbean, Central America, Central Europe, Latin America, Middle East and Other emerging. ⁶ China, Hong Kong SAR, Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines and Thailand. ⁷ The Czech Republic, Hungary and Poland. ⁸ Bahrain, Egypt, Iran, Jordan, Kuwait, Lebanon, Libya, Oman, Qatar, Saudi Arabia, Syria and the United Arab Emirates. ⁹ Russia, South Africa and Turkey.

Source: IMF IFS.

Fuente: BIS (2008)

7.1.2 Regulación a la cuenta de capitales

La respuesta macroeconómica ante esta situación parece ser bastante lógica: cerrar o limitar la cuenta de capitales de la balanza de pagos, con el fin de mantener esos excedentes de liquidez dentro de la economía nacional. Sin embargo, si no existe el correspondiente aumento de emisores para captar esos recursos y dirigirlos a la inversión (capital fijo), se crearía una revalorización del precio de los activos financieros domésticos con su corolario, la disminución de las tasas de interés. Habrá quienes sostengan que la mejor forma de atraer esos capitales de vuelta al mismo país que los generó es generar competitividad para el inversionista; en términos financieros, eso equivaldría en una mayor tasa de rentabilidad, suficiente para compensar el riesgo de invertir esos capitales en el Ecuador. Ante esos argumentos, vale decir que eso generaría reducción en el tamaño del mercado de valores, al excluir el acceso a emisores que no puedan ofrecer tal rentabilidad al acreedor. Además, ante la crisis financiera internacional del 2008 generada en EE.UU., el paradigma de activo seguro ha perdido fuerza y ha llevado a repensar la administración de riesgo convencional. Finalmente, desde un punto de vista del desarrollo, generar incentivos adicionales para que retornen capitales que fueron generados en este mismo país parece absurdo, al menos que nos adscribamos sin cuestionamiento al principio de la globalización que el capital no tiene fronteras¹⁸.

Como primera condición para que las empresas estén dispuestas a emitir valores, deben conocer con cierta seguridad que existirán suficientes compradores (demanda). Por lo tanto, se deduce que el limitar la salida de capitales es la primera señal a nivel macroeconómico – y por lo tanto garantizar una demanda interna de papeles – para generar una profundización del mercado de valores nacional.

7.2 Medidas para regular la cuenta de capitales

Conforme lo expuesto en la sección anterior, se resaltan las medidas relacionadas a la cuenta de capitales que han sido impulsadas por el Gobierno Nacional, en orden cronológico.

7.2.1 Impuesto a la salida de divisas

¹⁸ Mientras el capital, los bienes e incluso los servicios ya no tienen fronteras, la movilidad humana se encuentra cada vez más restringida por las políticas migratorias de los países más entusiastas con la globalización.

En diciembre de 2007 se expidió la Ley de Equidad Tributaria, en la cual se creó el impuesto a la salida de divisas con una tarifa del 0.5%, pero en la cual estaban exentas muchas operaciones incluyendo importaciones, primas por reaseguros, repatriación de utilidades, pagos de deuda externa, entre otras. En diciembre de 2008 se expidió la Ley Reformativa a la Ley de Equidad Tributaria, en la cual se aumentó el impuesto a la salida de divisas a una tarifa del 1% y se eliminaron todas las exenciones; este impuesto ha ocasionado que ciertos inversionistas decidan no enviar al exterior los recursos que retornarían en el corto plazo al país. El antecedente teórico del impuesto a la salida de divisas es el impuesto Tobin a las transacciones financieras, un instrumento recomendado para reducir la volatilidad (especulación) de los activos financieros en el corto plazo. Sin embargo, la aplicación transfronteriza para la salida de divisas no ha tenido antecedentes en la región.

7.2.2 Impuesto a los activos externos bancarios

En la reforma de diciembre de 2008 también se creó el impuesto a los activos externos, con una tarifa mensual equivalente al 1% anual sobre los saldos en el exterior. El impuesto al stock de activos externos puede también conceptualizarse como un impuesto al rendimiento de ese stock, de ser el rendimiento mayor al impuesto. Este tipo de impuestos ha existido en EE.UU. y en Brasil, con finalidades similares de mantener la liquidez dentro del país.

7.2.3 Coeficiente de Liquidez Doméstica

En junio de 2009, el Banco Central del Ecuador expidió la Regulación 189-2009, que creó el Coeficiente de Liquidez Doméstica, el cual establece un porcentaje mínimo de activos líquidos que cada institución financiera privada debe mantener en el país con un cronograma transitorio que culminaba en 45% al mes de agosto. Para la política macroeconómica, más importante que el porcentaje es el hecho que la herramienta regulatoria ya existe en el caso que deba ser utilizada de manera contingente (Páez, 2008a, 2008b). Esta medida regulatoria con ligeros variantes existe también en El Salvador, Panamá y en Chile, país en el cual se aplica esta medida para los Fondos de Pensión.

7.2.4 Inversión doméstica del ahorro público

El segundo hecho de importancia con relación a la cuenta de capitales es el anuncio realizado por el Gobierno Nacional de repatriar una parte de las Reservas Internacionales administradas por el Banco Central del Ecuador. Esto se posibilitó con la Ley de Creación de la Red de Seguridad Financiera en diciembre de 2008, que permite al Banco Central la inversión en instrumentos financieros emitidos por residentes con recursos del ahorro público. La regulación 200-2009 establece las normas generales para realizar tal repatriación. Esta regulación tiene estrecha relación con los objetivos de política monetaria vertidos en la nueva Constitución, vigente desde el 20 de octubre de 2008. Las autoridades, mediante reportes de prensa, han anunciado cifras cercanas a los 2,200 millones, lo cual será una inyección sustancial para la economía nacional. Esta medida podría asimilarse a otros instrumentos de inversión con excedentes de divisas como los fondos soberanos noruego o venezolano o similar al funcionamiento del Banco Nacional de Panamá.

7.2.5 Recapitulación

Tabla 7.2 – Modificaciones a la regulación sobre activos externos

Activos Externos por Sector Institucional (USD MM aproximados)	Regulación vigente a Oct-07	Regulación vigente a Oct-09
BCE: 6000	Obligatoriamente en el exterior	Se faculta inversión doméstica
Banca: 5000	Ningún límite	Impuesto a salida de divisas Impuesto al stock Coeficiente de liquidez doméstica
Aseguradoras: 20	Ningún límite	Impuesto a salida de divisas Impuesto al stock
Fondos de Inversión: 150	Hasta 50% del portafolio	Hasta 20% del portafolio
Empresas: 4000	Ningún límite	Impuesto a salida de divisas Salvaguardia de balanza de pagos Empresas que cotizan en bolsa: Impuesto al stock
Personas naturales: ¿?	Ningún límite	Impuesto a salida de divisas

Fuentes: BCE, SBS, SC, Banco de Pagos Internacionales (BIS)

7.3 Propuestas adicionales

En esta sección se incorporan recomendaciones adicionales para regular la cuenta de capitales e inducir a una mayor demanda para los mercados de capitales domésticos. Las propuestas son de carácter regulatorio administrativo obligatorio y no se basan en un esquema de incentivos como los presentados anteriormente. Estas propuestas se presentan en orden de menos a más intrusivos.

7.3.1 Divisas de los exportadores

En primer lugar, se debe implementar una reforma legal utilizando el marco tributario para que los exportadores ecuatorianos reciban sus pagos dentro del país. Es decir, se debe obligar a que las empresas que exportan bienes producidos o extraídos en el territorio nacional y que se canalicen a través de la Aduana ingresen sus divisas al país. Actualmente, las empresas solicitan que se les pague en paraísos fiscales, en el lugar de destino o en un centro de comercio exterior como Miami, Florida. Al obligar a las empresas a recibir sus pagos dentro del país aumenta la liquidez doméstica y se realiza un mejor control tributario, dado que es a través de estos centros en el exterior que se ejecutan los precios de transferencia. De ninguna manera se limita la elección del empresario de mantener sus recursos en el exterior: los puede sacar, pero primero tiene que ingresarlos al país porque fueron bienes producidos en el territorio nacional y luego tendrán que pagar el correspondiente impuesto a la salida de divisas.

7.3.2 Obstáculos técnicos

Actualmente en el Ecuador uno debe justificar el ingreso de divisas al país cuando se tratan de montos mayores a USD 5000. Si bien esto tiene un sentido de control al lavado de activos, resulta un obstáculo administrativo a la entrada de capitales. Se debe pensar en una alternativa para mantener un control eficiente y efectivo que en vez de dificultar la entrada de capitales debe mitigar la salida de capitales. Este tipo de obstáculos no es novedoso en la región y se puede aprender de la experiencia colombiana en la materia.

7.3.3 Aumento del coeficiente de liquidez doméstica

Desde un punto de vista de riesgo sistémico con enfoque de economía política, se debe contemplar que por la apertura de la cuenta de capitales ecuatoriana y por el régimen de dolarización son los cinco bancos más grandes los que tienen el control sobre la oferta de liquidez doméstica en el país. En los primeros meses del año 2009 los bancos disminuyeron súbita y significativamente la oferta de crédito disponible para la economía, aunque no se justificaba tal drástica decisión. De esta forma y por consideraciones políticas (las elecciones presidenciales y legislativas fueron en abril) se redujo el nivel de actividad económica. Esa disminución de la oferta de crédito se da porque estos bancos tienen la posibilidad de colocar los recursos en el exterior a su discreción. Una forma de regular esto significativamente y permitir que el Estado pueda mantener cierto control sobre la oferta de liquidez en la economía es mediante una política activa de regulación a la liquidez bancaria mediante el coeficiente de liquidez doméstica. La política activa puede ser un aumento paulatino de dicho coeficiente hasta llegar a niveles del 70 u 80 por ciento.

7.3.4 Regulación a cartas de crédito

Una de las principales cuentas que genera la salida de divisas de la economía ecuatoriana es por la importación de bienes consumo, incluso de bienes que sí son producidos localmente. Por lo general, las importaciones se realicen una vez que una institución bancaria doméstica garantice el pago al banco del exportador en el exterior mediante la emisión de una carta de crédito. Por lo tanto, una de las medidas que se puede llevar a cabo para desincentivar la importación de dichos bienes es mediante la regulación de cartas de crédito (y en general, de todo financiamiento a la importación) para las partidas que sean definidas por el regulador, en este caso, el Banco Central. De esta forma, solo importadores con capital suficiente para pagar la importación en efectivo podrán ingresar tal mercadería al país.

7.3.5 Control de capitales

La propuesta más intrusiva es la de proponer un régimen de control de capitales, en la cual cada transferencia desde y hacia el exterior debe contar con el aval de alguna instancia administrativa del Estado. Este tipo de medidas generan altas distorsiones, altos costos transaccionales e incentivan prácticas indebidas. Sin embargo, se pueden pensar en diseños administrativos que no generen mayores costos a los usuarios y que pueda basarse en esquemas de mercado, tales como la negociación de cupos de salida de divisas.

Por otro lado, la instancia regulatoria puede emitir políticas de corresponsalía para los ciudadanos, empresas y bancos ecuatorianos. De esta forma, se plantearían solo ciertos bancos corresponsales a través de los cuales se puedan generar salidas de divisas. Esto con el objetivo de llegar a acuerdos con dichos corresponsales para generar retorno de divisas al país a través de créditos. Los organismos multilaterales de la sub-región andina pueden ser un interesante ejemplo.

7.4 Síntesis

Pero esta primera condición relacionada a la cuenta de capitales, de ninguna forma es suficiente, porque la generación de oferta de emisores es un proceso complejo. Existe una serie de obstáculos normativos, institucionales, idiosincráticos, entre otros, que limitan el acceso de potenciales emisores al mercado de capitales. Para efectivamente canalizar el ahorro hacia la inversión no es suficiente la política macroeconómica, se requiere la construcción de mercados a nivel microeconómico. Los detalles que permiten viabilizar la medida de política macroeconómica se denominan en su conjunto microestructura de mercados.

El reto de la construcción de mercados viene por generar instrumentos normativos y financieros para cubrir las necesidades y demandas del inversionista tanto como del emisor. Como se verá a continuación, la propuesta se diferencia a la dictada por los organismos internacionales desde la década de los noventa.

Capítulo 8 – Propuestas de reformas de microestructura al mercado ecuatoriano

Para formular propuestas de reforma en la microestructura del mercado de valores ecuatoriano, se procede de la siguiente manera. Se comenzará explicitando los objetivos que se busca para el mercado de valores ecuatoriano. Luego se expondrán los supuestos que se tienen en cuenta para la formulación de propuesta de reforma – estos supuestos vienen a ser un conjunto de restricciones a los cuales se sujetará la propuesta. Luego se realizará la propuesta a detalle y se culmina mostrando un cuadro comparativo entre la microestructura vigente a octubre de 2009 y la propuesta en este capítulo, en base a la taxonomía propuesta por Madhavan y O’Hara, restando énfasis a los procesos de formación de precios ya que éstos no son de interés primordial para este mercado poco líquido.

8.1 Objetivos

El objetivo principal del mercado de valores ecuatoriano debe ser un instrumento para canalizar el ahorro nacional hacia el financiamiento para el desarrollo. Este objetivo general plantea algunos objetivos específicos a continuación:

- a) Con el fin de canalizar el ahorro nacional, se requiere un proceso de comunicación e información para los ahorristas (también llamados inversionistas financieros) o en su defecto, de su agregación y asociación con el fin de intervenir en el mercado.
- b) Con el fin de destinar esos recursos para el financiamiento para el desarrollo, es fundamental que las instituciones financieras públicas, las empresas dedicadas a la actividad productiva y otros actores puedan acceder efectivamente a obtener capital de largo plazo en el mercado de valores.

El segundo gran objetivo del mercado de valores debe ser la creación de mercados de liquidez. Los mercados de liquidez son fundamentales porque permiten a los emprendedores acceder a capital de trabajo oportunamente y a bajo costo financiero, posibilitando continuar con su actividad productiva en el corto plazo.

Se debe hacer énfasis que se conceptualiza al mercado de valores como medio, no como un fin. Al ser un mero instrumento, el objetivo del mercado no debe ser su crecimiento ni su

profundización *per se*. Por lo tanto, los objetivos mencionados por O'Hara (precios de equilibrio, competencia y liquidez) tienen que ver más con el funcionamiento de las bolsas de valores y, para los fines de esta investigación, se consideran funcionales a los grandes objetivos precedentes.

De acuerdo a la teoría, para poder conformar mercados adecuados, se requiere la confluencia efectiva de un gran número de actores en el lado de la demanda y en el lado de la oferta. Incorporar a nuevos actores excluidos del mercado por distintas razones implica un proceso de democratización del mercado de valores. Por un lado, desde una óptica de desarrollo, se mejora el acceso al capital para una mayor cantidad de ciudadanos y, por otro lado, se profundiza el mercado (en términos de liquidez y espesor), con un mayor número de actores con distintas necesidades financieras. La confluencia efectiva implica que exista un mercado, un espacio donde puedan encontrarse y transar efectivamente, donde se empaten las necesidades de las partes.

8.2 Demanda

Por el lado de la demanda, debemos contar con el hecho de contar básicamente con un monopolio estatal de recursos de largo plazo. Sin embargo, sí existen otros inversionistas institucionales que sí tienen la capacidad financiera para tomar posiciones de más largo plazo. El problema es que estos inversionistas afrontan pasivos y contingencias de menores plazos. Por lo tanto, para incentivar que estos otros actores adquieran posiciones de largo plazo se requiere la existencia de mercados secundarios para liquidar sus posiciones sin mayores pérdidas en caso de ser necesario.

8.2.1 Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social

El principal inversionista institucional del mercado de valores ecuatoriano es el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS). El IESS es una institución pública que administra los fondos previsionales obligatorios por distintos conceptos. La Ley de Seguridad Social establecía que el IESS mantenga su portafolio de inversión dividido en inversiones privativas (préstamos

hipotecarios, quirografarios y prendarios) y en inversiones no privativas (títulos valores). Para todas las inversiones que se realicen, el IESS se debe sujetar a las normas y límites establecidos por la Superintendencia de Bancos. Desde la expedición de la Ley en el año 2001, se intentó orientar al IESS a invertir únicamente en títulos valores que coticen en la bolsa. De esta forma, se restringió totalmente la posibilidad para que el IESS pueda incursionar en el financiamiento proyectos productivos o estratégicos de manera directa. Al restringir las inversiones solo al mercado de valores, se somete a la ingente cantidad de recursos de la seguridad social a lo que el mercado pueda ofrecer. Esta es una de las razones por las cuales esta entidad – que debería ser el motor del desarrollo a través del financiamiento de largo plazo – apenas presenta un portafolio con plazo promedio de 3 años y mantiene más de 2% del PIB en liquidez en el exterior. Además, se debe recordar que el sistema bancario es el más importante actor del mercado de valores y que los potenciales proyectos de inversión que salgan a bolsa son necesariamente de pequeños escala – por insuficiencia de capital propio y por la incertidumbre política en sectores estratégicos – y son realizados por el sector privado.

Adicionalmente, la Superintendencia de Bancos y Seguros establece límites para los valores que se emiten en el mercado de valores, de tal forma que el IESS ni siquiera puede comprar la totalidad de inversiones vigentes en el mercado. Con este tipo de disposiciones, se le quita la proactividad al administrador de los fondos previsionales de buscar inversiones rentables por fuera de la bolsa. Resulta contradictorio que normas de inferior jerarquía establezcan límites de inversión en términos de instrumentos, sectores y riesgo para el organismo que constitucionalmente se establece como un monopolio público.

Por lo tanto, en el mes de marzo de 2009, la Asamblea Nacional expidió la Ley del Banco del IESS, conforme las disposiciones constitucionales respectivas. Esta entidad se encargará de la administración de los fondos previsionales con dos importantes innovaciones: la facultad de estructurar y la facultad de realizar todas las operaciones que un banco privado, con autorización de la Junta Bancaria. La facultad de estructurar, impulsar y promover proyectos de inversión fue normada por el Consejo Nacional de Valores en julio de 2009 y permitirá que el Banco del IESS actúe como banca de inversión y pueda estructurar proyectos de inversión estratégicos y productivos distintos a los que pueda ofrecer el mercado de valores, no necesariamente del sector

privado y de mayor escala. Como el mayor inversionista institucional y como ahorrador natural de la economía ecuatoriana, el Banco del IESS podrá relacionarse directamente con los proyectos interesados para financiarlos, garantizando la existencia del capital suficiente para realizar el proyecto de inversión.

En este sentido, es necesario que la Junta Bancaria modifique la normativa expedida en el mes de julio de 2009 para el Banco del IESS, para que se amplíen los límites de inversión por instrumento y por emisor y para que se permita el financiamiento directo a proyectos de inversión a través de participación en el capital accionario. Si bien debe ser facultativa la inversión directa, para los fines de liquidez del mercado de valores, sería útil si se emiten títulos valores para que otros demandantes también puedan participar del financiamiento a estos proyectos de inversión estratégicos y productivos. Para esto, se debe re-conceptualizar la administración de riesgos del IESS desde una perspectiva micro (tipo Basilea) hacia una perspectiva macro que considere los descalces de plazos y la actividad económica dentro de un marco amplio de seguridad social.

8.2.2 Ahorro estatal

El principal objetivo de las instituciones financieras públicas es canalizar recursos para el desarrollo a través del crédito. Sin embargo, en el manejo de su tesorería, estas instituciones también cuentan con excedentes de liquidez que pueden canalizar parcialmente al mercado de valores, particularmente para ofrecer liquidez contingente a otros actores del mercado.

No se puede dejar de lado la acumulación de recursos del ahorro público, que actualmente se invierten en el exterior. Por eso, es fundamental la Regulación 200-2009 del Banco Central del Ecuador, que viabiliza la repatriación del ahorro público al país, conforme los objetivos de política monetaria vertidos en la nueva Constitución. Con una inyección de varios miles de millones se espera canalizar una gran parte a desarrollar el mercado de capitales del país y canalizar directamente recursos al financiamiento para el desarrollo.

8.2.3 Otros institutos de Seguridad Social

Los otros institutos de seguridad social como son el Instituto de Seguridad Social de las Fuerzas Armadas (ISSFA) y el Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional (ISSPOL), así como el Servicio de Cesantía de la Policía Nacional y los aproximadamente 100 fondos complementarios del sistema de seguridad social pueden perfilarse como inversionistas institucionales de largo plazo, que mejoren su rentabilidad canalizando recursos a la inversión productiva en el mercado de capitales. En los casos de los fondos complementarios, es fundamental la profesionalización de la administración y capacitación sobre alternativas de inversión en el mercado nacional.

8.2.4 Banca de inversión

Con respecto a las administradoras de fondos y fideicomisos, se debe particularizar a las administradoras vinculadas a grupos financieros, ya que estas tienen exposiciones altas a valores emitidos por el mismo grupo financiero. Estas administradoras manejan algunos fondos de inversión de largo plazo y algunos fideicomisos mercantiles de inversión. Adicionalmente, las casas de valores manejan portafolios administrados de clientes particulares, para lo cual se deben ampliar los límites patrimoniales vigentes. La sociedad entre administradoras de fondos y fideicomisos y casas de valores es lo que se conoce como banca de inversión, que trabaja en asesoría, estructuración de valores y también en la inversión de los mismos. El consolidar la figura de banca de inversión en el Ecuador implica reformas legales para crear la figura de banca de inversión e incentivar su implementación en el país, principalmente a través de la fusión de casas de valores y administradoras de fondos. Esta es una recomendación que se espera se plasme en futuras reformas legales. Pero adicional a acompañar esta nueva figura de banca de inversión es preciso separarla de la banca tradicional. Para esto, se debe directamente prohibir la adquisición de títulos valores del mismo grupo financiero por parte de estas entidades (aplicando la doctrina expuesta en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero vigente). Además, se debe monitorear, advertir y sancionar posibles acuerdos de reciprocidad entre grupos financieros que busquen evadir esta regulación. Adicionalmente, se debe establecer criterios de independencia administrativa, independencia financiera (capital suficiente propio) y de gobierno corporativo.

8.2.5 Instituciones financieras privadas

Con relación a las instituciones financieras privadas, se debe dejar claramente diferenciado entre los cinco bancos más grandes que manejan abultados excedentes de liquidez y el resto del sistema financiero, que cumple con los índices requeridos por la regulación. Las instituciones con grandes excedentes de liquidez pueden tomar posiciones de corto, mediano y largo plazo en el mercado de valores nacional e incluso participar como especialistas o *market makers*. Las instituciones financieras más pequeñas pueden a su vez, acceder a esta liquidez ofrecida por los bancos. La regulación del Coeficiente de Liquidez Doméstica ayudará a impulsar la demanda de títulos valores por parte de estas instituciones. La regulación asociada al Coeficiente, que incluye las reservas mínimas de liquidez pudiera plantear una porción obligatoria de adquisición de títulos valores del sector real, con lo cual se dinamizaría un potencial mercado de liquidez de este tipo de papeles.

8.2.6 Aseguradoras

Por su condición de administradoras de riesgo, las aseguradoras privadas también tienen una importante participación en el mercado de valores nacional. Lamentablemente, la ley que rige para las inversiones financieras obligatorias de las aseguradoras no contemplan todos los instrumentos financieros posibles. Esto limita el ámbito de acción de las aseguradoras en el mercado de valores y genera incentivos para que los activos administrados por las aseguradoras se dirijan en parte al exterior. Con respecto a este potencial demandante de valores, se debe realizar la reforma legal respectiva.

8.2.8 Inversionistas colectivos

Los inversionistas no sofisticados son importantes potenciales clientes del mercado de valores nacional. Se debe impulsar la creación de fondos colectivos para inversionistas no sofisticados, a través de las figuras de clubes de inversión. No se debe descartar la variable geográfica: la mayoría de las casas de valores e intermediarios están ubicados en Quito y Guayaquil, lo que

imposibilita poder atender a una gran esfera de ahorristas en el resto del país. Por lo tanto, se debe contemplar la posibilidad de que el Banco Nacional de Fomento pueda obtener autorización para fungir como intermediario de valores de su clientela alrededor del país. Asimismo, se debe realizar una gestión activa de promoción en determinados mecanismos asociativos como sindicatos, asociaciones gremiales, entre otros para conformar fondos colectivos y crear nuevos inversionistas institucionales.

8.2.8 *Inversión extranjera*

La arquitectura financiera regional se ofrece como un potencial espacio para canalizar inversiones financieras al país. Entidades vigentes como la Corporación Andina de Fomento (CAF) o el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) podrían invertir en activos emitidos por sus países miembros. Como un primer paso, se deberían reformar las políticas de inversión internas para que adquieran en montos y plazos crecientes de títulos emitidos por los Estados miembros. En un segundo momento, se puede pensar en estas instituciones como especialistas de los mercados de valores domésticos de los países miembros, incluso con títulos valores emitidos por el sector privado. Una vez constituidos, el Banco del Sur y el Fondo del Sur también pudieran cumplir estos roles de manera exitosa.

En el caso de inversionistas extranjeros capitalistas (no residentes), es conveniente establecer los suficientes desincentivos económicos y regulatorios para que elementos exógenos no afecten la liquidez del mercado doméstico. El impuesto a la salida de divisas vigente a la fecha puede considerarse un suficiente para desincentivar capitales especuladores que busquen alta rentabilidad dentro del país. Sin embargo, la dolarización *per se* es un desincentivo importante para este tipo de capitales, que generalmente busca rendimientos a través de la variación del tipo de cambio. La limitada liquidez del mercado accionario también es un desincentivo para la participación de capitales cortoplacistas del exterior. Por lo pronto, la participación de capitales especulativos del exterior en el mercado financiero nacional no es una preocupación significativa. Más preocupante es la sistemática fuga de capitales ecuatorianos hacia el exterior como se evidenció en el capítulo precedente.

8.3 Oferta

Se requiere una significativa ampliación de la oferta para que el mercado de valores ecuatoriano pueda considerarse como un instrumento para canalizar el financiamiento para el desarrollo.

8.3.1 Sistema financiero público

Las instituciones financieras públicas podrán encontrar importantes fuentes de financiamiento en el mercado de valores, dado que estas requieren recursos de largo plazo y canalizan recursos directamente en objetivos de desarrollo. En este sentido, las inversiones a largo plazo que ha realizado el IESS entre 2008 y 2009 en algunas instituciones financieras públicas (CFN, BEDE y potencialmente BNF) refleja el calce de plazos entre el horizonte el IESS y las necesidades de CFN, BEDE y BNF.

8.3.2 Entidades públicas

Las instituciones estatales también pueden emitir títulos valores que sirvan como medio de pago para la sociedad en general. Si bien el Ministerio de Finanzas no puede emitir Certificados de Tesorería por disposición constitucional y las condiciones financieras de los Bonos del Estado no permiten que puedan ser considerados de suficiente liquidez, existen otros emisores estatales que se pueden perfilar para ambas necesidades: como instrumento líquido y como instrumento de inversión a plazo.

La nota de crédito tributario emitida por el Servicio de Rentas Internas tiene aceptación general y puede ampliarse como instrumento. La nota de crédito arancelario emitida por la Corporación Aduanera Ecuatoriana también es un instrumento relativamente líquido, pero que lamentablemente no ha sido formalizado para transarse más ampliamente en el mercado nacional. Aquí es fundamental realizar las reformas legales correspondientes para que estas notas de crédito sean intercambiables y puedan utilizarse para realizar pagos al fisco. De igual forma, algunos municipios y consejos provinciales estarían en condiciones para realizar emisiones de valores que les permita financiar importantes obras públicas.

8.3.3 Empresas públicas

Con respecto a las emisiones de largo plazo que pueda realizar el sector público, es fundamental un proceso de transparencia en el manejo financiero de las empresas públicas y sus correspondientes proyectos rentables. Con ese proceso de transparencia, se debe impulsar un importante proceso de capacitación a estas empresas para una estructuración financiera, con el fin de emitir obligaciones o realizar titularizaciones de flujos futuros. Para estos proyectos estratégicos, es fundamental el Banco del IESS, con su función de estructurador, incluida en la Ley del Banco del IESS, expedida en marzo de 2009, que permitirá involucrarse en las finanzas de estos proyectos estratégicos y financiarlos directamente o a través del mercado de valores, como lo decida el mismo Banco.

8.3.3 Empresas privadas

También para empresas medianas y pequeñas se requiere flexibilizar los requisitos de registro y de oferta pública. La tramitología es extensa y algunos de los requisitos que se solicitan son redundantes e innecesarios. La gran mayoría de los requisitos evalúan la calidad administrativa del potencial emisor más que su situación financiera. En ese sentido, se deben fortalecer y potencializar mecanismos alternativos como el Registro de Valores No Inscritos (REVNI), administrado por las bolsas de valores del país. No se debe descartar que emisiones de bonos por parte de empresas del sector productivo puedan ser apoyadas con garantía parcial de un sistema nacional de garantías (público-privado).

Otra reforma que se debería hacer es la promoción del REVNI como un mecanismo para incentivar la participación de los agentes privados, especialmente para ofertas iniciales, en el mercado de valores más amplio. Adicionalmente, todas las obligaciones deberían ser sujetos del historial de crédito de la empresa emisora y se debe exigir a los burós de crédito que incorporen estos pasivos. Este puede fungir como un incentivo no monetario bastante importante para que las compañías emitan más cantidad de obligaciones.

8.3.3 Sector financiero privado

Finalmente en el sistema financiero privado, se debe permitir la financiación de las cooperativas de ahorro y crédito. Además, se debe permitir emisiones (y titularizaciones) sindicadas juntando cartera de diferentes cooperativas para que se genere suficiente interés de parte inversionistas institucionales.

8.4 Instrumentos

El mercado de valores actual se ha caracterizado por la tendencia hacia instrumentos más sofisticados. Si bien los intermediarios financieros han emitido instrumentos genéricos como los certificados de depósito, también han incursionado en la titularización de cartera crediticia. Se han dado muchas titularizaciones de cartera de consumo (hipotecaria, automotriz, electrodomésticos, tarjetas de crédito, consumo generalizado). Por otro lado, los emisores del sector no financiero han preferido emitir obligaciones. La titularización de flujos futuros ha servido para llevar a cabo proyectos de inversión que generan rentabilidad en el tiempo y que pueden establecer claramente el origen de los flujos financieros.

Lamentablemente, la prioridad de los reguladores (Consejo Nacional de Valores y Junta Bancaria) hacia la sofisticación de los instrumentos financieros ha limitado el desarrollo de otros instrumentos que permitirían la democratización del mercado de valores y que fomentarían el acceso al capital de más segmentos de la población.

8.4.1 Instrumentos no sofisticados

Ante esta situación, los órganos reguladores deben emitir la normativa e impulsar la operatividad de instrumentos financieros más accesibles para la población en general que coadyuven a financiar el desarrollo. Se debe impulsar la emisión de cédulas hipotecarias, cédulas de microcrédito y cédulas de crédito educativo, que pueden transarse en la locación misma donde la obligación ha sido generada. Esto permitirá que los inversionistas no sofisticados e

intermediarios financieros no sofisticados puedan realizar una gestión más dinámica en la colocación del crédito. La cédula viene a ser una especie de “micro-titularización” individualizada. Complementarios a estos instrumentos, se pueden armar vehículos de inversión como fondos colectivos o fideicomisos destinados a acumular este tipo de instrumentos, con un seguimiento particularizado. Adicionalmente, se deben dar los pasos regulatorios para aceptar los certificados de depósito de las almaceneras como un instrumento negociable o un título ejecutivo, con el fin de que éste se convierta en un medio de pago que facilite la gestión de liquidez de pequeños agricultores. Para este rol sería importante contar con la sociedad del Banco Nacional de Fomento.

8.4.2 Factura

Con relación a valores emitidos directamente por el sector no financiero, se debe impulsar la factura como un instrumento de gran potencial. Todas las personas o empresas que lleven a cabo actividad económica y que una parte de su negocio implique la venta de bienes o servicios a plazo pueden aprovechar este instrumento financiero de manera formal. Si bien en el país algunas instituciones financieras han llevado a cabo negocios con las facturas de manera informal, mediante el impulso de la factura como título valor, se otorga la seguridad jurídica necesaria para potencializar y dinamizar este negocio. Este instrumento es de gran importancia porque uno de los más grandes problemas de la cadena de valor de la economía nacional es el ciclo del pago proveedor-cliente (incluyendo al Estado como el cliente más importante). La provisión de recursos líquidos para el capital de trabajo de las actividades productivas mediante la negociación de facturas financia directamente al sector empresarial. En ese sentido, la Ley de Creación de la Red de Seguridad Financiera, en diciembre de 2008, modificó al Código de Comercio dotando a la factura comercial negociable la calidad de título valor. Hasta el momento está siendo sujeta de normativa secundaria por parte del CNV, SRI y las bolsas de valores del país.

8.5 Liquidez

Previo a la dolarización, el mercado de liquidez por excelencia era el mercado de divisas: los actores podían acudir con la moneda nacional y adquirir dólares en casos de excedentes de liquidez y podían vender los mismos para la realización de su operatividad doméstica.

8.5.1 Instrumentos de liquidez

En términos de instrumentos, luego de la dolarización, los valores que perduraron como líquidos fueron los Bonos del Estado y los Certificados de Tesorería (CTs), emitidos por el Ministerio de Finanzas. A partir de la vigencia de la Constitución en octubre de 2008, los CTs ya no se emiten, dado que no cumplen con la condición de endeudamiento dirigido exclusivamente a proyectos de inversión específicos. En la actualidad existen algunos instrumentos que pueden potencializarse como instrumentos de liquidez por el lado del Estado como emisor: las notas de crédito tributarias y aduaneras. Estos instrumentos pueden ser utilizados como medio de pago para obligaciones tributarias y arancelarias, pero también pudieran ampliarse a distintos servicios que ofrece el sector público, incluyendo las empresas públicas.

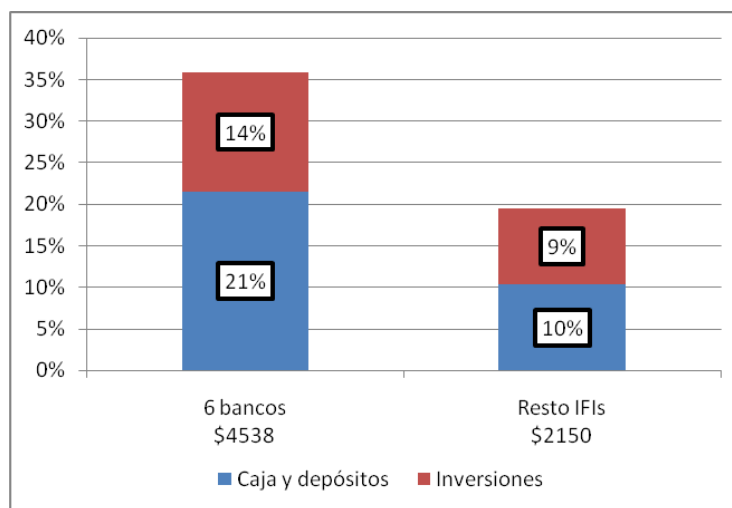
8.5.2 Banco Central

Se ha detectado que una de las fallas más importantes en la microestructura del mercado ecuatoriano es la inexistencia de especialistas, también denominados hacedores de mercado, por su denominación en inglés – *market makers*. El especialista maneja un inventario de activos financieros del mismo tipo y se especializa fungiendo como intermediario de ese tipo de valores. Estos actores generalmente se caracterizan por mantener bajo su propiedad o custodia un monto considerable de ese valor en particular. En el caso de la creación de mercados de liquidez, es clave que el especialista mantenga reservas de liquidez (depósitos monetarios) suficientes.

En el caso ecuatoriano, es el Banco Central del Ecuador la entidad que realiza la gestión macroeconómica de la liquidez. Este es un ámbito de política monetaria que se redujo sustancialmente desde la dolarización hasta su extinción. Una de las funciones más importantes de un banco central otorgar liquidez a la economía para que se pueda llevar a cabo la actividad productiva. El Banco Central debe cumplir el rol de transformar, aunque sea temporalmente, los

activos menos líquidos en activos líquidos (efectivo). El mecanismo convencional para esto es mediante la determinación de encaje bancario para el sistema financiero. Esto asume que los bancos minimizan su liquidez disponible para cumplir con los índices regulatorios (que ahora se definen por la Junta Bancaria) y buscar maximizar su rentabilidad colocando el resto en crédito.

Gráfico 8.1 – Liquidez como porcentaje del activo de IFIs. Septiembre 2009



Fuentes: SBS, BCE.

Sin embargo, poco se ha estudiado o discutido respecto a la relevancia de los canales clásicos de transmisión de la política monetaria en la economía ecuatoriana. Por ejemplo, el supuesto mencionado en el párrafo anterior solo se cumple para intermediarios financieros más pequeños, que sí buscan maximizar su rentabilidad a través de la intermediación financiera (el spread financiero). Este supuesto no aplica para los bancos más grandes que mantienen saldos de liquidez significativamente mayores a los requeridos por la regulación y que por tanto representan un costo de oportunidad muy grande. Consecuentemente, estas instituciones buscan otros ingresos a través de altas tasas de interés en los créditos que colocan domésticamente y a través de ingresos por servicios financieros, que muchas veces son servicios del giro del negocio y en otras épocas fueron gratuitos. Por lo tanto, el proveer de liquidez a través de estos bancos grandes no impactará de manera significativa en la economía ecuatoriana, ya que tienen un *buffer* de liquidez suficientemente grande. Donde sí tendrá impacto para canalizar liquidez a la economía será a través de los otros intermediarios financieros, que cumplen los índices de liquidez adecuadamente. A partir de este primer análisis, se concluye que si la intención es

canalizar liquidez a las actividades productivas a través del sistema financiero, las contrapartes en el sistema financiero deben ser las intermediarias financieras pequeñas.

A pesar de que se afinaría de mejor manera la canalización de liquidez a la actividad productiva a través de los intermediarios financieros más pequeños, se debe recordar que el Ecuador no es un país con altos índices de profundización financiera. Por ejemplo, al final del año 2008, la cartera de crédito sobre el producto interno bruto fue igual al 26% y la población de depositantes (que incluye personas naturales y jurídicas) sobre la población económica activa fue igual al 53% (SBS, 2009). Los canales de transmisión de la política monetaria a través del sistema financiero asumen índices muy superiores a los presentados. Por lo tanto, se deben buscar mecanismos para canalizar la liquidez directamente a los emprendimientos requeridos de esa liquidez. Uno de esos mecanismos es financiar la adquisición de las facturas u otorgar crédito directamente a la población. Una de las ideas planteadas ha sido la del factoring para los proveedores del sector público. De este análisis se deriva la conclusión que el Banco Central, para la política de inyección de recursos debe tener como contrapartes directamente al sector productivo.

8.5.3 Especialistas o market makers

Adicionalmente el país se debe plantear la creación de más mercados con la presencia de más especialistas, entre los cuales deben cumplir una función las instituciones financieras públicas, a través de distintos instrumentos y mecanismos, como son el factoring para el sector productivo y las operaciones de reporto bursátil con otros intermediarios financieros.

Asimismo, para generar liquidez en el mercado de valores se considera un aumento sustancial de la oferta así como de la demanda. Ambos elementos son discutidos con amplitud en secciones anteriores de este capítulo.

8.6 Formación de Precios

La formación de precios en el mercado ecuatoriano es bastante problemática dada la limitada liquidez. Los precios registrados disponibles para el público se divulgan en una base de datos

denominada “vector de valoración”, el cual se deriva del volumen transado en los mercados primario y secundario. Dada la poca profundidad del mercado secundario, muchas veces la metodología de precios para ciertos títulos valores se torna dificultosa y el vector de valoración presenta datos inadecuados.

8.6.1 Información extrabursátil

Una de las principales dificultades en el proceso de formación de precios en el mercado ecuatoriano es la gran cantidad de transacciones que se realizan de manera extrabursátil, particularmente las operaciones de reporto por parte del sistema financiero nacional y el mercado interbancario de títulos genéricos. Cuando estos títulos se transan de manera extrabursátil se establecen precios pactados entre las partes sin que se rijan a la demanda y oferta del resto del mercado. Tampoco se remite información sobre los precios a los cuales se transaron los recursos a las bolsas de valores con el fin de actualizar los precios de mercado en el vector de valoración. Con el fin de incorporar mayor información al proceso de formación de precios y como incentivo a transar por el mercado bursátil, se recomienda asignar puestos de bolsa directamente a las tesorerías de los bancos que cumplan ciertas condiciones de volumen transado, así como a instituciones financieras como la cooperativa de ahorro y crédito de segundo piso, que debe gestionar la liquidez de varios actores. Adicionalmente, se debe establecer que todas las transacciones de mercado secundario entre intermediarias financieras se deben realizar en el mercado financiero. Esto se debería acompañar por una significativa reducción de los costos transaccionales, principalmente a la comisión de la bolsa de valores, conocida como “piso de bolsa”.

8.6.2 Sistema transaccional¹⁹

Adicionalmente, dado el tamaño del mercado ecuatoriano, se debe unificar los sistemas transaccionales de las dos bolsas para evitar la fragmentación del mercado y se debe analizar si se reducen las horas para las transacciones, con el fin de generar más espesor en el mercado y permitir más interacción entre la oferta y la demanda. La propuesta de unificar los sistemas

¹⁹ Este tema se trata con más detalle en la sección 9.8

transaccionales ya fue impulsada por el Consejo Nacional de Valores en el mes de abril de 2009, en el cual se estableció un plazo de 180 días para esta unificación. Con respecto a los horarios de transacción, las bolsas lo establecen autónomamente mediante las normas de autorregulación. En ese sentido, no ha habido cambios sustanciales.

8.6.3 Poder de mercado

Los precios de los títulos valores en el mercado ecuatoriano tienen fuerte incidencia de parte del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social. Muchas veces los estructuradores de emisiones dialogan previamente con delegados del IESS previa la colocación, para determinar el rendimiento de los valores considerado suficiente para que el IESS adquiriera los mismos. Con el poder de mercado del IESS, la rentabilidad de los títulos valores aumenta significativamente frente a lo que demanden otros actores. Esto se puede resolver mediante dos acciones importantes: la contingencia de liquidez para que otros actores demanden títulos de largo plazo y la existencia de un nuevo actor institucional, que deberá ser el Banco Central del Ecuador, con los recursos del ahorro público. Las condiciones en el proceso de formación de precios en el mercado variarán pronto, con la participación del Banco Central como hacedor de mercado e inversionista institucional.

8.7 Transparencia

La transparencia en el mercado de valores tiene tres componentes. El uno es relacionado con la transparencia de la información relacionada a la transaccionalidad y a la formación de precios. El segundo tiene que ver con la divulgación de información previa y continua de la situación financiera y jurídica de los emisores en el mercado de valores. El tercer elemento tiene que ver con la transparencia como instrumento de fomento a la cultura financiera y bursátil.

8.7.1 Transparencia y formación de precios

Con relación al primer punto, vale indicar que la información revelada en ambas bolsas es extensa sobre los montos demandados, ofertados y transados, los precios y rendimientos a los

cuales se llevó a cabo la transacción y el intermediario demandante. Esta información es visible de manera simétrica para todo el mercado que utilice el sistema transaccional e incluso es visible para el público en general a través de la web en el caso de la Bolsa de Valores de Quito. Adicionalmente, se debe reiterar que las transacciones extrabursátiles no se incorporan al proceso de formación de precios. Para esto, se debe disponer que las transacciones de mercado secundario se realicen en el mercado bursátil. Adicionalmente, se debe impulsar para que las transacciones registradas en el mercado privado y que sean compensadas y liquidadas en los depósitos centralizados de valores puedan remitir información sobre la transacción a las bolsas de valores o al órgano controlador (en este caso la Superintendencia de Compañías) para que se incorporen al vector de precios.

8.7.2 Divulgación de información

Con relación a la divulgación de la información financiera y jurídica, los emisores y otros participantes del mercado tienen obligaciones legales vigentes. La mayoría de los emisores cumple con el envío de información al órgano de control, aunque no siempre de manera oportuna; gran parte de los emisores y otros participantes del mercado no informan oportunamente sobre hechos relevantes inherentes al negocio y a la potencial afectación de los flujos financieros. El órgano de control realiza importantes esfuerzos para divulgar la información de los actores del mercado así como información estadística agregada que ofrece un panorama a los distintos participantes. Sin embargo, todavía es dificultoso el acceso a información sistematizada y de fácil comprensión sobre los emisores del mercado de valores. También es imposible el acceso público a observar el detalle de los portafolios de inversión de los grandes inversionistas institucionales.

Con relación a estos aspectos, se deben establecer normas y políticas claras respecto a la divulgación de hechos relevantes, facilitar el acceso a través de medios electrónicos de los prospectos de oferta pública, disponer la divulgación de las metodologías de las calificadoras de riesgo y disponer la divulgación de los portafolios de inversión de los inversionistas institucionales, así como una serie de indicadores financieros comparativos. En el último caso, la

competencia corresponde a la Superintendencia de Bancos y Seguros, como órgano de control y regulación del sistema de seguridad social.

Adicionalmente, y con el objetivo de eliminar desincentivos para realizar ofertas públicas de valores, se sugiere que los balances individuales de todas las empresas sean públicos, con el fin de eliminar el temor al escrutinio público que rige en el mercado y lanzar una política de transparencia. De esta forma, se irían generando espacios para la creación de mercados contestables donde puedan interactuar e intervenir los ciudadanos, el Estado y la competencia. (Páez, 2008)

8.7.3 Transparencia como fomento

Con relación a la transparencia de información como instrumento para fomentar la cultura bursátil y la difusión del mercado de valores, se debe resaltar la poca proactividad sobre este tema que han tenido los actores del mercado. Uno de los principales métodos para generar conciencia ciudadana sobre los valores transados en las bolsas es la publicación periódica del vector de precios en los medios impresos de mayor circulación. Adicionalmente, la información agregada con respecto a la negociación en el mercado de valores, así como las inscripciones de valores en las bolsas y las autorizaciones de oferta pública deben requerir que se publicite en los medios impresos de mayor circulación, con un tamaño suficiente y con las principales condiciones financieras de dichos valores. De esta forma, se da cumplimiento a la normativa sobre transparencia de revelación de información y al mismo tiempo se promueve la cultura bursátil.

Adicionalmente, las autoridades de los órganos de control, de las bolsas de valores, de organizaciones gremiales deben realizar gestión a través de los medios sociales dando a conocer los montos agregados financiados a través de colocación de valores en el mercado primario. Estos simples hechos asociados a normas de transparencia generarían mayor conciencia ciudadana con respecto a la existencia y al rol del mercado de valores.

8.8 Sistema transaccional

Con relación al sistema transaccional del mercado ecuatoriano, se debe comenzar indicando que en el país hay varios sistemas transaccionales, no solo para distintos tipos de instrumentos sino dependiendo de la ciudad en la que se negocie. Esto podría considerarse un absurdo, el cual lamentablemente responde a posiciones asociadas a los poderes regionales. Los sistemas transaccionales difieren marcan precios distintos para el mismo valor, mantienen liquidez distinta por cómo se procesa el flujo de órdenes y generan una segmentación en el mercado al no permitir ofertar o demandar el mismo valor a todos los actores del mercado. Como parecerá bastante obvio, se recomienda la unificación de los sistemas transaccionales a nivel nacional.

8.8.1 Fragmentación del mercado bursátil

Tanto así como la existencia de más de un sistema transaccional para un mercado tan pequeño como el ecuatoriano, no parece ser adecuado que en el Ecuador existan dos bolsas de valores. La existencia de dos bolsas crea segmentación y fragmentación de mercado²⁰, arbitraje regulatorio y facilita la captura regulatoria. La rigidez estructural de geopolítica doméstica hace casi inviable la fusión de las dos bolsas de forma voluntaria. Será necesario que la Ley o el órgano regulador respectivo dispongan la fusión de las bolsas o la desaparición de una de las dos. Ya existe la experiencia de la eliminación del artículo en la Ley de Descentralización que obligaba a los entes del sector público a distribuir equitativamente sus inversiones.

La alternativa para lograr este objetivo es realizar reformas al margen y esperar que los actores del mercado y el tiempo determinen cuál de las dos cumple mejor su objetivo. Este fin se logra transformando estas corporaciones civiles (mutuales) en sociedades anónimas con límites de participación. De esta forma, deberán rendir cuentas ante sus accionistas (las casas de valores) y sus accionistas podrán trasladarse de una a otra bolsa desvinculándose de su ubicación geográfica. Esto como un paso adicional antes de llegar a la fusión de las bolsas de Guayaquil y Quito tal como se dio en Colombia en el año 2001.

²⁰ Vale recalcar que como parte de la Ley de Creación de la Red de Seguridad Financiera, en diciembre de 2008, se derogó el artículo 34 de la Ley de Descentralización, en el cual se disponía que las instituciones del sector público debían invertir 50% en la Costa y 50% en la Sierra. Esto sirvió para paliar esta rígida fragmentación del mercado.

Resulta inconveniente que mientras la Superintendencia de Compañías y otros entes relevantes estén tratando de homologar las regulaciones para lograr una integración efectiva de los mercados de valores andinos, las dos ciudades del país no puedan encontrar una solución al asunto de la fusión. La fusión es la mejor opción, incluso para las casas de valores que tendrían que reducir su cuota patrimonial. Es la mejor opción porque al no existir ruedas de viva voz, se puede cambiar el nombre de la bolsa a Bolsa de Valores del Ecuador y establecerse donde se acuerde con una sucursal importante en la otra ciudad.

8.9 Costos transaccionales

8.9.1 Costos tramitológicos

Entre las principales reformas para otorgar mayor liquidez al mercado y para facilitar el proceso de acceso al capital, consta la evolución de la tramitología relacionada al mercado de valores hacia un régimen electrónico y automatizado. Con respecto a este tema, existen experiencias positivas en el país, como por ejemplo el régimen de estructuras de información que lleva la Superintendencia de Bancos y Seguros con sus controlados. De igual forma, desde el año 2008, fecha en la cual el Banco Central del Ecuador obtuvo autorización como la primera (y hasta ahora la única) entidad certificadora a nivel nacional, el BCE ha impulsado el envío de información con el sistema financiero nacional con las seguridades digitales correspondientes mediante el uso del Certificado de Firma Electrónica. Estos instrumentos reducen los costos transaccionales y permiten que los procesos sean más ágiles, lo cual mejorará la oportunidad del acceso a los mercados de capitales, en particular para los potenciales emisores.

8.9.2 Costos de emisión

Entre otros costos transaccionales para acceder al mercado de capitales como emisor son los costos de estructuración financiera, estructuración legal, calificación de riesgo, inscripción en el Registro de Mercado de Valores, inscripción en la Bolsa de Valores, representantes de los obligacionistas, intermediación de la casa de valores para la colocación primaria, comisión para

la Bolsa de Valores, entre otros potenciales costos. Algunos de estos costos son altos y no se pueden diferir en el tiempo. Muchos de estos costos son monopólicos, por lo cual no existe competencia y pueden considerarse excesivos. Con relación a este aspecto, es importante transparentar los costos mediante la publicación de un tarifario y de ser necesario, regular los costos transaccionales monopólicos y obligatorios. Particularmente, deben ser revisados los costos transaccionales establecidos por las bolsas de valores.

Vale mencionar que según un estudio de la Superintendencia de Compañías (2006b), inclusive con estos costos asociados a la emisión, estos son menores a los del sistema bancario. Por ejemplo, para obligaciones la diferencia con el sistema bancario oscila entre 2.37 y 7.22 puntos porcentuales en términos de tasa anual. Para titularizaciones, la diferencia sería entre 4.52 y 2.74 puntos.

8.9.3 Costos de legalización y partición

Un costo transaccional adicional de impacto significativo es la tramitología asociada al traspaso de propiedad de los títulos valores. Estos costos operativos se trasladan a los inversionistas de última instancia. El proceso para el traspaso de propiedad de un título valor requiere el aval de notarios, registradores, abogados y en casos más complicados requiere el aval de cónyuges u otras instancias. Adicionalmente, existe el riesgo de pérdida, sustracción o invalidez del título valor en el momento de su traslado físico. Estos riesgos se traducen en costos.

Como una medida de fundamental importancia para disminuir estos costos transaccionales asociados a la transacción de valores, se debe impulsar la desmaterialización de títulos valores. En este sentido, el Banco Central del Ecuador ha creado el Depósito Centralizado de Valores, amparado en la Ley de Creación de la Red de Seguridad Financiera que entró en vigencia en diciembre de 2008. Con su experiencia en custodia (bóvedas de alta seguridad), compensación y liquidación (sistema nacional de pagos) y administración de cuentas del sistema financiero. Asimismo, las casas de valores y todos los actores del mercado de valores ahora pueden abrir cuentas en el Banco Central del Ecuador. Este hecho permitirá garantizar el cumplimiento de estándares internacionales, disminuirá significativamente los costos transaccionales asociados a

los procesos legales y de operación física y permitirá que inversionistas no sofisticados puedan adquirir montos menores a través de partición electrónica.

Finalmente, se debe resaltar que luego de quince años de la existencia del monopolio privado para la desmaterialización de valores que no ha cumplido estándares mínimos, el tiempo definirá el traslado de esas facultades al Banco Central, conforme las primeras conclusiones derivadas de la crisis financiera internacional. El manejar centralmente la compensación de valores es importante porque este es un proceso de creación monetaria que permite claras alternativas de liquidez en el marco de dolarización.

8.10 Regulación y control

Con respecto al ámbito de regulación y control se debe primero caracterizar uno de los pocos casos en los cuales el control al mercado de valores está en la Superintendencia de Compañías y no en un órgano aparte. Adicionalmente, la normativa establece confusión respecto a las competencias de la Superintendencia de Compañías y la de Bancos y Seguros con respecto a ciertos actores del mercado de valores como son las instituciones financieras y las entidades del sistema de seguridad social. Además, se debe mencionar que la Superintendencia de Compañías maneja dos conjuntos de normativas internas— una para la Intendencia de Valores de Guayaquil y otra para la Intendencia de Valores de Quito. Esta demostración de segmentación en el control es pernicioso para un control efectivo. Finalmente, se debe mencionar que las intendencias del mercado de valores no manejan estructuras de información para la información reportada por las entidades bajo su control.

En primer lugar, la supervisión en el mercado de valores debe ser dentro de un marco de supervisión consolidada a los actores del mercado, particularmente a los miembros de grupos económicos. La propuesta debe manejarse desde una óptica de Estado y tomando como eje el monitoreo del riesgo sistémico. Como parte de las entidades involucradas deben constar el Ministerio de Coordinación de la Política Económica, el Banco Central del Ecuador, la Superintendencia de Bancos y Seguros, el Servicio de Rentas Internas y la Superintendencia de Compañías. De esta forma, se debe generar un espacio de resolución de conflictos y de agilidad

en los temas interinstitucionales (Páez, 2008b). En Chile existe una figura similar en la cual una subsecretaría del Ministerio de Hacienda coordina las acciones entre la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Seguros y Valores.

La normativa de control para las intendencias debe ser uniforme a nivel nacional y no se debe permitir la posibilidad de arbitraje dentro del mismo país. De igual forma, como ente regulador, el Consejo Nacional de Valores debe impulsar la homologación reglamentaria y normativa entre las bolsas de valores existentes en el país.

Finalmente, se requieren algunas mejoras con respecto a la gestión de las instancias de control. En general se debe dar un mayor impulso tecnológico a las intendencias, con el fin de mantener un control pormenorizado que permita arrojar alertas tempranas y análisis de abundante información. Con respecto al recurso humano de la institución, se deben ampliar conocimientos sobre la de administración de riesgos sistémicos en el mercado de valores y solicitar que se deriven en propuestas de aplicaciones. Finalmente, se debe hacer un ejercicio de optimización de procesos dentro de las instancias de control con mentalidad de servicio al cliente y de fomento del mercado.

8.11 Comparación entre la microestructura vigente y la propuesta

Elemento Microestructura	Vigente (dic-2008)	Propuesto
Demanda		
Mercado secundario	Limitado	BCE Fondo colectivo
Estructuradores	Casas de Valores	Casas de Valores Banco del IESS
Banca de inversión	Inexistente	Banco del IESS Unión CVs y AFFs
Inversiones vinculadas	Limitadas	Prohibidas Monitoreo a recíprocas
Ahorro público	Inversión en el exterior	Inversión doméstica
Liquidez bancaria	Ilimitada en el exterior	Coefficiente doméstico Reservas mínimas
Instrumentos aseguradoras	Limitada por ley	Amplia
Capitales golondrinas	Desregulado	Desincentivo con 1% ISD
Inversionista no sofisticado	No hay iniciativas	Fondos colectivos gremiales
Oferta		
Intermediarios financieros	Solo bancos privados	Permitir a todos, COACs Emisiones sindicadas Banca pública
Instrumentos líquidos	CTs	CTs prohibidos Notas tributarias SRI Notas aduaneras CAE Certificados almaceneras CIs CFN
Proyectos estratégicos	Inexistente	Banco IESS estructurador
PyMEs	Régimen homologado REVNI	Régimen diferenciado Reducción de trámites REVNI Garantía parcial estatal

Instrumentos		
Sector financiero	Genéricos Obligaciones Titularizaciones	Genéricos Obligaciones Titularizaciones Cédulas hipotecarias Cédulas microcrédito Cédulas crédito educativo
Sector no financiero	Obligaciones Titularizaciones	Obligaciones Titularizaciones Facturas
Liquidez		
Instrumentos	CTs Reporto bursátil Reporto bancario	CTs prohibidos Reporto bursátil Reporto bancario Notas tributarias Notas aduaneras CIs CFN Reporto BCE
Especialistas	Acción SLF	Acciones BCE Repos BCE Inversión BCE Factoring CFN Factoring
Formación de precios		
Compleción	Bursátil Casas de valores Administradoras Seguridad Social	Bursátil Extrabursátil secundario Casas de valores Administradoras Seguridad Social Instituciones Financieras Aseguradoras
Fragmentación	SIBE, AT (BVQ) Redeval (BVG)	Unificado (BVG = BVQ)
Libre competencia	Poder de mercado IESS	Mercado secundario Competencia IESS / BCE

Transparencia: precios		
Cantidad de información	Precios Volumen No extrabursátil	Precios Volumen Precios/volumen extrabursátil Precios/volumen Depósitos
Calidad	Límites de oferta y demanda No spreads	Límites de oferta y demanda No spreads
Anonimidad	Trader (intermediario)	Trader (intermediario)
Difusión	Intermediarios (BVQ, BVG) Público vía web (BVQ)	Intermediarios Público vía web
Motivos	Inexistente	Reserva
Detalle estadísticas	Desagregación por operación	Desagregación por operación
Transparencia: revelación		
Inscripción y oferta pública	Cumplimiento	Cumplimiento
Mantenimiento	Falta de oportunidad	Oportunidad
Hechos relevantes	Indefinición normativa	Normativa clara
Divulgación	Estadística Datos generales	Estadística Datos generales Prospectos Metodologías calificación Balances abiertos
Portafolios	Casas de Valores Administradoras	Casas de Valores Administradoras Aseguradoras Bancos Seguridad Social BCE
Transparencia: fomento		
Precios	Web	Web Periódicos
Estadísticas	Web	Web Periódicos Boletines de prensa
Oferta pública	Hechos relevantes Web Casas de Valores	Hechos relevantes Web Casas de Valores Publicidad impresa obligatoria Boletines de prensa

Sistema Transaccional		
Fragmentación	SIBE, AT (BVQ) Redeval (BVG) 50% por región s. público	Unificado (BVG = BVQ) Sin cuotas por región
Consolidación	BVQ BVG Mutuales	Bolsa de Valores del Ecuador Sociedades anónimas
Tipo de mercado	Continuo Subasta Electrónico	Continuo y periódico Subasta Electrónico
Estabilidad	Contempla suspensión por volatilidad	Contempla suspensión por volatilidad
Costos transaccionales		
Requisitos de emisión	Tramites	Reducción trámites Reducción de requisitos
Costos de emisión	Estructuración financiera Estructuración legal Calificación de riesgo Representante tenedores Inscripción Registro MV Inscripción BV Comisión BV Colocación primaria CV	Transparencia de tarifas Regulación a tarifas monopólicas de BV
Información emisión y mantenimiento	Requisitos Ficha registral Envío físico Archivo físico	Estructuras de información Firma electrónica Archivo digital
Traspaso propiedad	Costos legales Partición física Riesgo sustracción	Desmaterialización DCV BCE sinergias con SNP

8.12 Síntesis

Dentro de las propuestas de modificación a la microestructura del mercado de valores ecuatoriano se plantean tres ejes importantes: uno, resolver el problema de coordinación dado por el desencuentro entre la oferta y la demanda; dos, minimizar los problemas de asimetría de información a través de la transparencia y la regulación; y tres, plantear la creación institucional de mercados de liquidez.

En el primer aspecto, además de lo revisado en el capítulo anterior, se establecen funciones, roles y responsabilidades para los actores que fungen de oferta y demanda en el mercado. El rol de mayor importancia es el que le corresponde al Banco del IESS como inversionista y agente que comunica las señales a la potencial oferta.

En el segundo aspecto, se debe hacer énfasis en la transparencia y compleción de la información a ser incorporada en el proceso de formación de precios. Adicionalmente, se debe impulsar la consolidación bursátil que permita el encuentro de los actores en los sistemas transaccionales.

En el tercer aspecto, la complejísima tarea de crear mercados de liquidez está relacionada con las dos anteriores en el sentido que requiere el aglutinamiento de actores en el mercado, así como de especialistas creadores de dicho mercado. Según la propuesta planteada, si bien hay responsabilidades para otros entes públicos y privados, se considera que este rol protagónico le corresponde al Banco Central del Ecuador como gestor de la liquidez nacional ya que dispone de instrumentos regulatorios y de instrumentos para intervención directa en el mercado.

Capítulo 9 – Conclusiones

Como lo ha demostrado la reciente experiencia internacional a nivel global, es fundamental establecer una política de regulación de la cuenta de capitales para reducir vulnerabilidades sistémicas en los mercados financieros domésticos y en la economía en general. En el caso del Ecuador, la regulación en la cuenta de capitales no se sugiere solo como una medida defensiva sino también como una medida de coordinación con el fin de canalizar los excedentes de liquidez ubicados en el exterior hacia la inversión doméstica para el desarrollo en un contexto de dolarización. Dado que las inversiones en centros financieros en el exterior siempre van a ser consideradas más seguras que las domésticas por una serie de factores, la regulación macroeconómica viene a ser una condición indispensable, pero no suficiente, para el desarrollo del mercado de valores doméstico.

Una vez formulada una propuesta de regulación a la cuenta de capitales se proceden a presentar una serie de reformas en el ámbito de la microestructura de mercado, con tres objetivos principales: organizar la oferta y la demanda de capitales hacia el financiamiento para el desarrollo; regular los problemas de asimetría de información y formación de precios; y, crear mercados de liquidez doméstica.

De ejecutarse esta política, se requeriría una ardua coordinación a nivel interinstitucional que debe liderar su instrumentación a través del diseño técnico-teórico de los instrumentos normativos y regulatorios y a través de una estrategia de viabilidad en términos de economía política.

Este capítulo está organizado de la siguiente manera. En la primera sección se pasa revista a las vulnerabilidades sistémicas generadas por las políticas de apertura, desregulación y liberalización. En la segunda sección se presentan las medidas para reducir estas vulnerabilidades aplicadas para el Ecuador considerando la necesidad complementaria de coordinación de la oferta y demanda de capitales a través de la regulación macroeconómica. La tercera sección presenta algunas de las medidas expuestas en el capítulo precedente alrededor de los tres ejes indicados. Finalmente, se procede a concluir con un corto análisis de viabilidad

política y recomendaciones relacionadas con la investigación y diseño de política pública del mercado de valores.

9.1 Vulnerabilidades sistémicas

Según estudios de la misma IOSCO (1998) y el mismo Banco Mundial (en IOSCO, 1998) en el marco de la liberalización y desregulación los flujos de capitales pueden aumentar la vulnerabilidad de las economías. Particularmente si se dan las condiciones iniciales de debilidad, entre ellas institucionalidad deficiente, supervisión y regulación inadecuada, así como respuestas inapropiadas como políticas fiscales laxas y flujos entrantes no esterilizados pueden resultar en un boom de crédito. Las debilidades estructurales permiten el sostenimiento de este boom y una asignación de capitales hacia sectores no transables y especulativos que generan burbujas en los precios de los activos. Al desarticular la “represión financiera” – que incluía el direccionamiento de crédito mediante cuotas – se generan los incentivos para profundizar la especulación en la asignación del crédito de parte de los bancos.

La evidencia de los años 1990s nos indican que los conceptos de suficiencia de reservas internacionales para absorber shocks externos se alteraron. No bastó con mantener un stock de divisas suficiente para la cobertura de importaciones porque estas también debían enfrentar súbitos cambios en los comportamientos de los flujos de capitales. La liberalización del comercio internacional, la apertura de la cuenta de capitales y la liberalización cambiaria aumentan la probabilidad de éxito de un ataque especulativo a las monedas nacionales. (IOSCO, 1998).

La apertura de la cuenta de capitales permitió el acceso de instituciones domésticas a los mercados de capitales internacionales. Combinada con una deficiente o inexistente regulación resulta en la sobre acumulación de pasivos externos de corto plazo frente a activos de largo plazo abriendo un frente significativo en el descalce de plazos y monedas. (IOSCO, 1998).

De concretarse los riesgos y vulnerabilidades, aumenta la volatilidad de los tipos de cambio, de interés y de los agregados monetarios, alterando el estable desenvolvimiento de la actividad

económica doméstica y propiciando comportamiento de crisis generalizada con potenciales devastadoras consecuencias de carácter socio-económico.

Ante estas realidades, se propone regular el flujo de capitales con el objetivo de proteger a los mercados domésticos y a las economías nacionales de efectos adversos de la globalización financiera. Los controles de capitales son vistos como defensas ante la volatilidad y el contagio financiero, pero también como escudos para los sectores financieros domésticos y como un espacio de maniobra para los hacedores de política al momento de implementar reformas. (de la Torre y Schmukler, 2004).

9.2 Regulación a la cuenta de capitales

En dolarización, es fundamental permanentemente tomar en cuenta que la liquidez depende de la balanza de pagos: toda transacción en la balanza de pagos tiene una contraparte en la liquidez doméstica del país. La estrategia para regular a la cuenta de capitales debe contemplar el cumplimiento simultáneo de los siguientes objetivos distintos pero relacionados: tomar una postura defensiva que implique reducir las vulnerabilidades de la economía nacional ante potenciales shocks externos; recuperar el control de la oferta de liquidez doméstica para el Estado con el objetivo de cuidar la estabilidad económica; canalizar el ahorro nacional hacia la inversión doméstica productiva. Convenientemente, estos tres objetivos se encuentran como parte de los objetivos de la política económica en la Constitución de la República. Considerando dichos objetivos, se exponen a continuación las medidas de política más relevantes de la estrategia de regulación a la cuenta de capitales.

Con relación a la reducción de vulnerabilidades, se plantea mantener la política tributaria del impuesto a la salida de divisas, incluyendo el aumento al dos por ciento planteado en la reforma tributaria actualmente en debate, pero además eliminando toda exoneración o exención. La dolarización también mitiga de cierta forma estas vulnerabilidades, ya que el Ecuador carece de moneda²¹ que pueda ser sujeta de ataques especulativos.

²¹ Sin embargo, se debe evitar la incursión del uso de otras divisas que quieran utilizar al Ecuador como mercado de especulación frente al dólar.

Frente al control de la oferta de liquidez doméstica, se plantea como principal medida de la estrategia la profundización del coeficiente de liquidez doméstica a través de su aumento paulatino. De esta forma, se estaría regulando los excedentes de liquidez del sistema financiero y evitando que ciertos bancos controlen la oferta de liquidez en la economía mediante el movimiento de capitales dentro y fuera del país.

Con respecto a la canalización del ahorro nacional hacia la inversión doméstica productiva se establecen dos medidas fundamentales. Por un lado, debe otorgarse un fuerte impulso al Banco del IESS como creador de mercados de largo plazo. Para esto, se debe re-conceptualizar la administración de riesgos del IESS desde una perspectiva micro (tipo Basilea) hacia una perspectiva macro-sistémica que considere su rol estratégico en la economía nacional, los descalces de plazos y la economía en general. La estrategia también incluye hacer uso de la capacidad efectiva de estructurar, promover e impulsar proyectos de trascendencia para el desarrollo nacional.

Por otro lado, se debe impulsar al Banco Central del Ecuador a canalizar los excedentes de liquidez del ahorro público hacia la inversión doméstica, conforme lo plantea la Constitución. De esta forma, se estaría revertiendo parcialmente la política oficial del Estado como exportador de capitales hacia uno de reciclador de la liquidez estatal hacia el financiamiento de la inversión productiva. En este ámbito, el Banco Central del Ecuador también cuenta con instrumentos para generar mercados de liquidez doméstica, como se expone más adelante.

9.3 Reformas a la Microestructura

Una vez que se ha formulado la propuesta de regulación a la cuenta de capitales y una vez conceptualizadas estas medidas como señales claras para los agentes económicos y se adaptan las expectativas con relación al tamaño y desarrollo del mercado de capitales nacional, se puede viabilizar el impulso a la serie de reformas en el ámbito de la microestructura de mercado. Estas reformas se organizan alrededor de tres ejes: ordenar y orientar la oferta y la demanda de

capitales hacia el financiamiento para el desarrollo; regular ante los problemas de asimetría de información y formación de precios; y, crear mercados de liquidez doméstica.

En el eje de coordinación entre la oferta y la demanda, se reitera la importancia del Banco del IESS como inversionista y referente en el funcionamiento del mercado, adicional a su importancia sistémica expuesta en la sección anterior. Se debe dotar al IESS de suficiente espacio regulatorio para demandar valores y financiar iniciativas de largos plazo. En este eje, además, se debe impulsar la organización de un sinnúmero de potenciales demandantes y oferentes y valores, particularmente la creación de un segmento regulatorio de mercado adecuado para las pequeñas y medianas empresas e inversionistas no sofisticados.

Con relación al segundo eje de regulación frente la asimetría de la información se deben impulsar medidas más complejas relacionadas a la transparencia de la información, a la incorporación de información al proceso de formación de precios y a la consolidación bursátil. En el primer elemento, se debe propender a que el sistema transaccional revele la mayor cantidad de información posible sobre las transacciones a llevarse a cabo. Con respecto al segundo elemento, el proceso de formación de precios debe procurar incluir a las transacciones extrabursátiles y las valoraciones de los activos del sistema financiero. Con respecto al tercer elemento, es indispensable que se concrete la unificación de los sistemas transaccionales a nivel nacional, con el fin de mejorar la liquidez y concurrencia del mercado nacional. La unificación regulatoria sería el siguiente paso.

En el tercer eje, la complejísima tarea de crear mercados de liquidez se relaciona con los dos anteriores. Un mayor número de actores en el mercado así como un ambiente transaccional que permita su adecuada interacción son condiciones indispensables para la existencia de mercados de liquidez. Sin embargo, adicionalmente deben existir actores especiales o específicos para la creación de mercados de liquidez. Esta es la figura del especialista o *market maker*. Según el desarrollo de la propuesta planteada en los capítulos precedentes, le corresponde al Banco Central del Ecuador fungir de creador de mercados, a través de instrumentos regulatorios (incentivando o direccionando la participación en dichos mercados) y de la intervención directa (compra-venta de valores) por su abundante liquidez en calidad de administrador del ahorro

público. Este eje contribuye al desarrollo ya que la existencia de los mercados secundarios permite ofrecer liquidez para títulos de largos plazo, logrando resolver parcialmente el cortoplacismo del capital privado.

9.4 Recomendaciones

Como se puede constatar, se ha presentado un plan de política pública bastante complejo para la reforma del mercado de capitales nacional. Afortunadamente, gran parte de esta propuesta ya ha sido ejecutada en los últimos años y cuenta con *momentum* suficiente para continuar en su implementación. Sin embargo, se debe enfatizar que el trabajo de implementación de la propuesta exige un trabajo dedicado de coordinación interinstitucional. Esto requiere liderazgo en el ámbito técnico-teórico al igual que el de viabilidad política.

Este documento expone los principales elementos a considerar en las propuestas específicas de política pública. Sin embargo, de aceptarse estas propuestas se debe conformar un equipo técnico que desarrolle el diseño técnico, administrativo y operativo de las medidas así como su instrumentación desde el punto de vista normativo y legal. Se tendrán que redactar muchas leyes, regulaciones, resoluciones y reglamentos en los cuales el detalle es muy significativo.

Igualmente, no es suficiente con construir la propuesta técnica, ya que debe plantearse una propuesta de viabilidad política con el fin de implementarla. La agenda propuesta choca en muchos casos con poderes fácticos del status quo. Se deben considerar elementos como la captura regulatoria, los mercados cautivos, la concentración y poder de mercado así como la correlación de fuerzas.

Se recomienda que economistas y hacedores de política pública profundicen en todos los temas mencionados en este trabajo, particularmente en estudios del verdadero funcionamiento de los mercados financieros en el Ecuador. Adicionalmente se recomienda que la profundización incorpore otros elementos teóricos no cubiertos en esta investigación como son las escuelas de pensamiento marxista, post-keynesiana, de la economía antropológica y así como desde una perspectiva estricta de economía política.

Bibliografía

- Allen, F. y D. Gale (1995) "Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the United States". Federal Reserve Philadelphia Working Paper 95-3. Philadelphia, Federal Reserve.
- Aggarwal, Renna (2001) *Globalization, Technology, and Regulation in Capital Markets: Strategies for Latin America and the Caribbean*. Internet: http://www.iadb.org/sds/doc/ifm-aggarwal_reena-paper-cmroundtable.pdf
- Ayala U. y J. Olaya (1995) "La regulación y el marco institucional del mercado de capitales en Colombia". *Misión de estudios del mercado de capitales*. Bogotá, Ministerio de Hacienda.
- Banco Central del Ecuador (1974) *Mesa Redonda sobre Mercado de Capitales en el Ecuador*. Quito, BCE.
- Banco Central del Ecuador (1993) *Anteproyecto de Ley de Mercado de Valores*. Quito, BCE.
- Banco Central del Ecuador (1995-2006) *Memorias Anuales del Banco Central del Ecuador*. Quito, BCE.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2005) *Fortalecimiento y Desarrollo del Mercado de Valores Regional: Plan de Operaciones*. Washington, Inter-American Development Bank.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2008) *Evaluación del Programa de Ecuador: 2000-2006*. Washington, Inter-American Development Bank. Julio. Internet: <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=1671788>
- Bank for International Settlements (2008) Monetary and financial stability: implications of capital flows in Latin America and the Caribbean. BIS Paper 43. Internet: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap43.htm>
- Bessembinder, H. y H. Kaufman (1997) "A Cross-Exchange Comparison of Execution Costs and Information Flow for NYSE-Listed Stocks". *Journal of Financial Economics*, 46.
- Biais, Bruno, Larry Glosten y Chester Spatt. *The Microstructure of Stock Markets*. Documento de Trabajo. Universidad de Toulouse.
- Boehmer, E., G. Saar, y L. Yu (2004) "Lifting the Veil: An Analysis of Pre-Trade Transparency at the NYSE". *Journal of Finance*.
- Bolsa de Valores de Quito (1999). Código de Ética. 2da ed. Quito, Jumandi.
- Bolsa de Valores de Quito (2000). Guía del Inversionista Bursátil. 2da ed. Quito, Jumandi.
- Bolsa de Valores de Quito (2002). "Anexo – Ley de Estímulo al Mercado de Valores". Segundo Foro Bursátil Nacional. Quito, BVQ.
- Bolsa de Valores de Quito (2006a) *Autorregulación*. Internet: http://www.bolsadequito.com/zhtmls/bvq_norautorr.asp
- Bolsa de Valores de Quito (2006b) *Reglamentos CNV: Sector Privado*. Internet: http://www.bolsadequito.com/zhtmls/bvq_norregsecpri.asp
- Bolsa de Valores de Quito (2006c) *Reglamentos CNV: Sector Público*. Internet: http://www.bolsadequito.com/zhtmls/bvq_norregsecpub.asp
- Bolsa de Valores de Guayaquil (2002) *Plan de Desarrollo del Mercado de Valores Ecuatoriano*. Internet: http://www.mundobvg.com/pd_mercval/index.htm
- Bolsa de Valores de Guayaquil (2005) *Servicios Transaccionales*. Internet: <http://www.mundobvg.com/esp/negocie/Transaccional.asp>
- Borja, Diego (2000) "Una vía ordenada para salir de la dolarización y no morir en el intento." *Ecuador Debate* No 50. Quito, CAAP (Agosto).

- Brusco, Sandro (1997) “La microestructura de los mercados financieros: una reseña de la literatura teórica y empírica”. *ICE: Avances Recientes en Finanzas*, 764. Julio-Agosto.
- Cárdenas, Mauricio y J.M. Rojas (1995) “La microestructura del mercado bursátil colombiano”. *Misión de estudios del mercado de capitales*. Bogotá, Ministerio de Hacienda.
- Cevallos Vásquez, Víctor (1997) *Mercado de Valores y Contratos*. Tomos I y II. Quito, Jurídica del Ecuador.
- COSRA (1992) *BY-LAWS*. Internet: <http://www.cvm.gov.br/ingl/inter/cosra/inter.asp>
- Comunidad Andina de Naciones (2005) “Ayuda Memoria sobre la visita técnica...” Presidencia del Comité Andino de Autoridades Reguladoras del Mercado de Valores. Caracas, Secretaría General de la Comunidad Andina.
- Dattels, Meter (1995) “The Microstructure of Government Securities Markets” Working Paper. Washington, International Monetary Fund: Monetary and Exchange Affairs Department.
- Ediciones Legales (2002) *Ley de Mercado de Valores*. Quito, Corporación MyL.
- Explored (1993a). Ley de Mercado de Valores aprobado por el Congreso. Archivo Digital de Noticias. Internet: <http://www.explored.com.ec/noticias-ecuador/ley-de-mercado-de-valores-aprobado-por-el-congreso-41836-41836.html>
- Explored (1993b). ¿Nuevo Mercado de Valores? Archivo Digital de Noticias. Internet: <http://www.explored.com.ec/noticias-ecuador/nuevo-mercado-de-valores-44484-44484.html>
- Garman, Mark (1976) “Market Microstructure”. *Journal of Financial Economics*, 3.
- Glen, Jack (1994) *An Introduction to the Microstructure of Emerging Markets*. Documento de Discusión (International Finance Corporation) no.24. Washington, The World Bank.
- Gudeman, Stephen (2001) *The Anthropology of Economy: Community, Market and Culture*. Blackwell Publishing.
- Hasbrouck, J. (1988) “Trades, Quotes, Inventories, and Information”. *Journal of Financial Economics*, 22.
- Henwood, Doug (1998) *Wall Street, How it Works and For Whom*. New York, Verso.
- IOSCO (1990a) “Market Automation and its Implications for Regulatory Activities”. Madrid, The International Organization of Securities Commissions: Development Committee (Septiembre).
- IOSCO (1990b) “The Role of Securities Commissions”. Madrid, The International Organization of Securities Commissions: Development Committee (Agosto).
- IOSCO (1990c) “Stimulation of the Development of Emerging Securities Markets”. Madrid, The International Organization of Securities Commissions: Development Committee (Noviembre).
- IOSCO (1992a) “Report on Incentives for Markets Development”. Madrid, The International Organization of Securities Commissions: Development Committee (Octubre).
- IOSCO (1992b) “Report on Stimulation Policies for Securities Markets Development”. Madrid, The International Organization of Securities Commissions: Development Committee (Septiembre).
- IOSCO (1998) “Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets – Interim Report”. Madrid, The International Organization of Securities Commissions: Emerging Markets Committee (Septiembre).
- IOSCO (1999a) “Measures to Disseminate Stock Property”. Madrid, The International Organization of Securities Commissions: Emerging Markets Committee (Mayo).

- IOSCO (1999b) “The Influence of Market-Makers in the Creation of Liquidity”. Madrid, The International Organization of Securities Commissions: Emerging Markets Committee (Mayo).
- IOSCO (2002) “The Development of Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries”. Madrid, The International Organization of Securities Commissions: Emerging Markets Committee (Mayo)
- IOSCO (2003) “Insider Trading, How Jurisdictions Regulate It”. Madrid, The International Organization of Securities Commissions: Emerging Markets Committee (Marzo)
- Levine, Ross (2004) “Finance and Growth: Theory and Evidence”. Handbook of Economic Growth. North Holland, 2005.
- Madhavan, Ananth (2000) “Market Microstructure”. *Journal of Financial Markets*, 3.
- Maghyereh, Aktham Issa y Omet, Ghassan (2003) “Electronic Trading and Market Efficiency in an Emerging Market: The Case of the Jordanian Capital Market”. Working Paper. Amman, The Hashemite University: Department of Finance and Banking.
- Malkiel, Burton (1973) *A Random Walk down Wall Street*. New York, Norton.
- Ministerio de Coordinación de la Política (2008) *Mercado de Capitales*. Presentación ante las bolsas y casas de valores. Abril. Guayaquil.
- Ministerio de Hacienda de Colombia, Banco Mundial, y Fedesarrollo (1996) *Misión de Estudios del Mercado de Capitales*. Bogotá, Ministerio de Hacienda.
- Montalvo Galarza, Mariana (1997). Introducción al mundo del Mercado de Capitales. Lea antes de jugar en la Bolsa. Tomos I y II. Quito.
- O’Hara, Maureen (1997) *Market Microstructure Theory*. Cambridge, Blackwell.
- Pagano, M. (1989) “Trading Volumes and Asset Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading”. *Journal of Finance*, 51.
- Pagano, M. y Röell A (1996) “Transparency and liquidity: a comparison of auction and dealer markets with informed trading”. *Journal of Finance*, 51.
- Páez, Pedro (2008a) *Nueva Arquitectura Financiera*. Ministerio de Coordinación de la Política Económica. Presentación ante el Presidente de la República. Febrero. Quito.
- Páez, Pedro (2008b) Transcripciones varias y conversaciones personales.
- Pazmiño, Sandra (2000) “El Rol del Mercado de Valores en el Ahorro Interno”. *Apuntes de Economía* N° 10. Quito, Banco Central del Ecuador.
- Pazos, Catalina (2004) “El nuevo rumbo del control en el mercado de valores ecuatoriano”. Superintendencia de Compañías – Dirección de Normatividad. Revista Iberoamericana de Mercados de Valores N° 12. Madrid, IIMV.
- Rojas, Nicolle y María Clara Uribe (2001) *Regulación Jurídica de la Inversión Extranjera de Portafolio*. Tesis de Grado. Bogotá, Pontificia Universidad Javeriana.
- Singh, Ajit (1992) Corporate Financial Structures in Developing Countries. IFC Technical Paper 1. Washington, International Financial Corporation.
- Singh, Ajit (1996) Pension Reform, the Stock Market, Capital Formation and Economic Growth: A Critical Commentary on the World Bank’s Proposals. Working Paper No. 2. CEPA Working Paper Series I: Globalization, Labor Markets, and Social Policy. The University of Cambridge (Abril).
- Stiglitz, Joseph E. y Andrew M. Weiss (1981) “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”. *American Economic Review*, 3.

- Stiglitz, Joseph E. (1974) "The Cambridge-Cambridge Controversy in the Theory of Capital; A View from New Haven: A Review Article". *The Journal of Political Economy*. Vol. 82, No. 4
- Stiglitz, Joseph E. (1993) *The Role of the State in Financial Markets*. Washington, World Bank.
- Stiglitz, Joseph E. (1994) *Whiter Socialism?* Cambridge, MIT Press.
- Stoll, Hans (1985) "Alternative Views of Market-Making," in Amihud, Ho and Schwartz (eds.) *Market Making and the Changing Structure of the Securities Industry*, Lexington, MA: D.C. Heath Lexington Books, pp. 67-91.
- Superintendencia de Compañías (2006) *Desempeño Operativo 2005*. Quito, Superintendencia de Compañías: Intendencia de Valores.
- Superintendencia de Compañías (2006b) Estudio de costos de emisión de obligaciones papel comercial y procesos de titularización. Abril. Internet:
http://www.supercias.gov.ec/paginas_htm/mercado/estadisticas/emisiones/emisiones.htm
- Tenjo, F. (1995) "Restricciones, financiamiento y comportamiento de las empresas manufactureras y perspectivas para el desarrollo de mercado de capitales en Colombia". *Misión de estudios del mercado de capitales*. Bogotá, Ministerio de Hacienda.
- de la Torre, Augusto y Sergio Schmukler (2004) *Whiter Latin American Capital Markets?* Office of the Chief Economist: Latin America and the Caribbean Region. Washington, The World Bank.
- Veloz, Jessica I. y Marjorie E. Ordoñez (2001) *Análisis de eficiencia en la aplicación del Artículo 34 de la Ley Especial de Descentralización y Participación Social*. Tesis de Grado. Guayaquil, Escuela Superior Politécnica del Litoral.
- Williamson, John (1990) "What Washington Means by Policy Reform". *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Washington, D.C., Peterson Institute for International Economics
- Zavala Egas, Xavier (1995) *Régimen punitivo en el mercado de valores*. Guayaquil, Edino.