

# ECUADOR Debate

## CONSEJO EDITORIAL

José Sánchez-Parga, Alberto Acosta, José Laso Ribadeneira,  
Simón Espinosa, Diego Cornejo Menacho, Manuel Chiriboga,  
Fredy Rivera Vélez, Marco Romero.

**Director:** Francisco Rhon Dávila. Director Ejecutivo del CAAP  
**Primer Director:** José Sánchez Parga. 1982-1991  
**Editor:** Hernán Ibarra Crespo  
**Asistente General:** Margarita Guachamín

## REVISTA ESPECIALIZADA EN CIENCIAS SOCIALES

Publicación periódica que aparece tres veces al año. Los artículos y estudios impresos son canalizados a través de la Dirección y de los miembros del Consejo Editorial. Las opiniones, comentarios y análisis expresados en nuestras páginas son de exclusiva responsabilidad de quien los suscribe y no, necesariamente, de ECUADOR DEBATE.

### © ECUADOR DEBATE. CENTRO ANDINO DE ACCION POPULAR

Se autoriza la reproducción total y parcial de nuestra información, siempre y cuando se cite expresamente como fuente a ECUADOR DEBATE.

## SUSCRIPCIONES

Valor anual, tres números:

EXTERIOR: US\$ 45

ECUADOR: US\$ 15,50

EJEMPLAR SUELTO: EXTERIOR US\$. 15

EJEMPLAR SUELTO: ECUADOR US\$ 5,50

## ECUADOR DEBATE

Apartado Aéreo 17-15-173B, Quito-Ecuador

Tel: 2522763 . Fax: (5932) 2568452

E-mail: caaporg.ec@uio.satnet.net

Redacción: Diego Martín de Utreras 733 y Selva Alegre, Quito.

## PORTADA

PuntoyMagenta

## DIAGRAMACION

Martha Vinueza

## IMPRESION

Albazul Offset



ISSN-1012-1498

# ECUADOR DEBATE 80

---

Quito-Ecuador, Agosto del 2010

PRESENTACION / 3-6

## COYUNTURA

Diálogo sobre la coyuntura: Vicisitudes del presidencialismo  
y de la intervención estatal / 7-22

El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: Una aproximación  
*Luis Rosero / 23-34*

Conflictividad socio-política: Marzo – Junio 2010 / 35-44

## TEMA CENTRAL

¿Más allá de la democracia representativa procedimental?

*Carlos de la Torre / 45-62*

Para una democracia de alta intensidad

*Boaventura de Sousa Santos / 63-76*

El presidente Rafael Correa y su política de redención

*Pilar Pérez Ordoñez / 77-94*

Apuntes sobre la polarización política en Venezuela y los países andinos

*Margarita López Maya / 95-104*

La nueva izquierda indígena-nacionalista en Bolivia

*Sofía Cordero / 105-120*

Una democracia de rostro populista

*Patricio Moncayo / 121-136*

## DEBATE AGRARIO

Movilización campesina en la costa (1950-1963)

*Hernán Ibarra / 137-148*

## **ANÁLISIS**

Crítica, política, modernidad (Bolívar Echeverría y el marxismo)

*Rafael Polo Bonilla / 149-154*

Gabinetes itinerantes, enlaces ciudadanos y consejos comunales

*Janeth Patricia Muñoz / 155-178*

El secuestro, un nuevo rostro de la vulnerabilidad del migrante  
centroamericano en México

*Rodolfo Casillas / 179-196*

Poder, dependencia y pobreza: invisibilización en el África subdesarrollada

*Germán Carrillo García / 197-218*

## **RESEÑAS**

Petropolítica. Una teoría de la gobernanza energética / 219-220

Historia del Ecuador en contexto regional y global / 221-228

# El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: una aproximación

Luis Rosero M.\*

*El mercado de valores en el Ecuador es pequeño y con dos bolsas de valores, una en Quito y otra en Guayaquil que carecen de vínculos entre sí.*

*La ley de 1998 definió un marco institucional caracterizado por una débil regulación. Una nueva ley es necesaria para que el mercado de valores impulse el desarrollo de los sectores productivos.*

## Introducción

**E**l gobierno de Rafael Correa ha impulsado la nueva arquitectura financiera regional, aprobada por la Asamblea en Mayo de 2010, mediante la cual se crea el Banco del Sur y el Sistema Único de Compensación Regional (SUCRE) lo cual se presenta como una alternativa al sistema financiero internacional establecido en Bretton Woods, del cual surgieron los organismos financieros internacionales como el FMI y el Banco Mundial.

Así mismo, el gobierno actual está planteando una nueva arquitectura financiera interna, cuyo contenido todavía no está claro, pero hay indicios de su construcción con la modernización de la red de seguridad financiera<sup>1</sup>, las reformas al Banco Central<sup>2</sup>, la creación del Banco del IESS<sup>3</sup>, el estudio de la redefinición del rol de la banca pública, el papel del Banco del Pacífico, la nueva ley del mercado de valores, etc.<sup>4</sup> Se estaría apuntando a una reforma financiera, cuyos primeros pasos ya se han dado.

---

\* Profesor de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Guayaquil.

1 Ley de creación de la red de seguridad financiera, publicada el 31 de Diciembre de 2008 en el Registro Oficial.

2 Rosero, L.: "Los cambios institucionales en el Banco Central del Ecuador", Ecuador Debate No. 79, Abril 2010.

3 Ley publicada en el Registro Oficial, No. 587, Mayo 11 de 2009.

4 "El cambio institucional en el área financiera del Ecuador" conferencia dictada por el autor en el Colegio de Economistas del Guayas en Septiembre de 2009.

En este artículo, analizaremos brevemente la evolución del mercado de valores en el país, la propuesta de reforma en el mercado de valores y los aspectos fundamentales de la nueva ley que el gobierno estaría impulsando para dinamizar el mercado de capitales en el Ecuador.

### **Estructura y función del mercado de valores**

Los mercados financieros se pueden clasificar en dos principales: monetario y de capitales. El primero, a través del mercado de dinero, tiene como papel principal trasladar el ahorro a la inversión, vía la intermediación financiera, con lo cual capta recursos del público y otorga financiamiento de corto plazo con la participación de bancos, sociedades financieras, cooperativas y otros intermediarios financieros.

El mercado de capital tiene como función captar ahorro y financiar inversión, la que se realiza a través del mercado de valores y mercado de crédito de mediano y largo plazo. El mercado de capital juega un papel importante tanto en la asignación de recursos como en el crecimiento económico.

El mercado de valores, por medio de la desintermediación financiera, posibilita el financiamiento a mediano y largo plazo de los sectores productivos, el que constituye una alternativa al crédito ban-

cario y a menor costo. Esto se realiza a través de títulos valores de renta fija o variable generalmente emitidos por empresas privadas o instituciones públicas que son comprados por inversionistas. En este mercado hay tres segmentos: el bursátil, extrabursátil y el privado. En el primero las transacciones se hacen a través de la Bolsa de Valores. Otros actores son los intermediarios y las entidades de apoyo.

En el mercado de valores, la variable crucial es el riesgo y el activo intangible fundamental es la confianza y seguridad del inversionista. Este es un factor relacionado con el desarrollo del mismo.

Las Bolsas de Valores, son instituciones que establecen la infraestructura para que sea posible la compra y venta de valores, mediante subastas, para lo cual requiere sistemas transaccionales (informatizados) que permiten realizar las transacciones en línea.<sup>5</sup>

Las Casas de Valores, son los intermediarios, que sirven de puente entre el emisor de valores (empresas) y el inversionista (ahorrista) que compra los mismos. Su función principal es viabilizar la transacción.<sup>6</sup>

Administradoras de fondos y fideicomisos, que se encargan de tomar recursos del público para administrar fondos de inversión y, también, administran titularizaciones por las cuales se pueden emitir títulos valores.

---

5 En el país existen dos bolsas de valores: en Quito (BVQ) y en Guayaquil (BVG) con dos sistemas transaccionales distintos, que no están interconectados, lo que lleva al absurdo que existan dos precios para un mismo título.

6 Existen casas de valores en Quito y Guayaquil que deben instalar el sistema transaccional de la BVQ y de la BVG para realizar sus operaciones.

Entre las entidades de apoyo tenemos:

Depósitos Centralizados de Valores que se encargan de la custodia de los títulos valores y también realizan la liquidación y compensación de valores. En el Ecuador, existe uno privado (DECEVALE) y uno público del Banco Central del Ecuador (BCE).

Calificadoras de riesgo, que evalúan el riesgo de la emisión de un título valor y emiten una calificación del título valor que es importante para la venta de éste.

Auditoras, que se encargan de auditar a los participantes del mercado de valores y emiten un informe anual para ver si éstos han cumplido con las normas contables.

Agencia Numeradora, que es la institución que se encarga de entregar un

código ISIN para numerar los valores con los cuales son transados a nivel internacional.

### Breve diagnóstico del mercado de valores

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

En primer lugar, el valor de las transacciones totales de las Bolsas de Valores en relación al PIB, en el período 2007 – 2009 ha variado de 8%, a 9.4% y 12.5% en el último año, que representa un promedio de 10% anual, lo que refleja que existe un mercado reducido. Más aún, si consideramos las emisiones o la oferta

**Cuadro 1**  
**Montos negociados por títulos de enero a diciembre de 2008**

TÍTULOS	TOTAL NACIONAL	PARTICIPACIÓN %
ACCIONES	156,864,621.00	3,04%
CERT. DEPÓSITO A PLAZO	1,978,918,893.00	38,32%
CERTIFICADO DE INVERSIÓN *	90,431,051.00	1,75%
LETRAS DE CAMBIO *	71,702,335.00	1,39%
PAPEL COMERCIAL	96,527,739.00	1,87%
PÓLIZAS DE ACUMULACIÓN	654,002,731.00	12,66%
VALORES DE TITULARIZACIÓN	615,480,341.00	11,92%
BONOS DEL ESTADO	780,794,278.00	15,12%
CERTIFICADO DE INVERSIÓN-PÚBLICO *	177,000,000.00	3,43%
NOTAS DE CRÉDITO	77,092,190.00	1,49%
REPORTO- BONOS DEL ESTADO	53,379,863.00	1,03%
OTROS *	412,069,808.00	7,98%
<b>TOTAL</b>	<b>5,164,263,850.00</b>	<b>100,00%</b>
<b>BANCARIOS</b>	<b>2,782,829,226.00</b>	<b>53.89</b>
<b>VALORES GENÉRICOS</b>	<b>1,553,139,240.00</b>	<b>30.07</b>
<b>FISCALES</b>	<b>77,092,190.00</b>	<b>2.77</b>
<b>MIXTOS *</b>	<b>751,203,194.00</b>	<b>14.55</b>

Fuente: BVQ-BVG

Elaboración: El autor

pública autorizada, la tendencia de los valores emitidos, en dicho período, es de 288, 914 y 1.157 millones de dólares<sup>7</sup>, lo que revela realmente lo reducido de dicho mercado que poco contribuye al financiamiento de mediano y largo plazo a los sectores productivos y, en esa medida, poco aporta al crecimiento económico.

En segundo lugar, si revisamos las cifras del Cuadro 1 del monto negociado en las Bolsas de Valores en el año 2008, observamos que más de la mitad (54%) de las transacciones son papeles bancarios seguidos por títulos del sector público. Esto es que lo que más se negocia son títulos del sistema bancario y del Estado. Esta tendencia se da en el período 2007 – 2009, esto refleja que el mercado de valores es una forma de fondeo de los bancos y fuente de liquidez para el gobierno.

Estos datos muestran que hay una distorsión en el mercado de valores, una inadecuada asignación del ahorro nacional, pues recursos que deben utilizarse para el financiamiento de largo plazo se colocan en el corto plazo. Así, al transarse en dicho mercado, con títulos de corto plazo bancarios, hay un efecto desplazamiento de fondos ya que se restan recursos para el financiamiento de mediano y largo plazo a los sectores productivos, por lo cual los bancos tienden a limitar el desarrollo del mercado de valores.

Un efecto similar provocaría el financiamiento del sector público, a través del mercado de valores, si dichos

recursos fueran empleados para gasto corriente y no de inversión, afectando el crecimiento económico.

En tercer lugar, el principal inversionista institucional en dicho mercado es el IESS, pero que mantiene una política de inversión que contribuye a mantener la distorsión señalada. A marzo de 2010 su portafolio de inversión en títulos valores era de 3.978 millones de dólares de los cuales el 72% correspondía a títulos del sector público y el 28% al sector privado, lo que significa que el sector público tiene una fuente adicional de financiamiento con los recursos del IESS, los cuales también son aprovechados por el sector privado. Pero además, el portafolio de dicha entidad está concentrado en papeles de renta fija (58%) y escasamente hay inversiones en renta variables (3%), lo que contribuye a mantener una estructura inadecuada de financiamiento en el mercado de valores.

La concentración en títulos de renta fija se confirma con la desagregación de las emisiones autorizadas. En el año 2009, las titularizaciones representaron el 41.9%, obligaciones 25.6%, papel comercial 31% y las acciones solo 1.5%<sup>8</sup> del total de emisiones. Esto muestra que las emisiones están concentradas en valores de renta fija y es casi inexistente el mercado de renta variable y, además, buena parte de las primeras son realizadas por el sistema bancario, lo que ratifica que éste utiliza al mercado de valores como fuente adicional de liquidez.

7 Anuarios Estadísticos del Mercado de Valores, 2007 – 2009, [www.supercias.gov.ec](http://www.supercias.gov.ec)

8 [www.supercias.gov.ec](http://www.supercias.gov.ec)

En el 2009, el 56% del total negociado en el mercado de valores y a Marzo de 2010, el 70% corresponden al IESS. En otras palabras, el IESS dinamiza el mercado de valores asemejándose al papel que hacen las Administradoras de Fondos de Pensiones en otros países en que el ahorro previsional se canaliza de manera privada.<sup>9</sup>

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

Otro aspecto fundamental es que para un mercado de valores reducido existen dos bolsas de valores, cuando la tendencia mundial es a la unificación de las mismas. Estas tienen la figura de corporaciones sin fines de lucro pero, sin embargo, generan excedentes que son repartidos por varios mecanismos y hay poca inversión en tecnología.<sup>10</sup>

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

buenas partes son entidades bancarias.

Existen problemas operativos y tecnológicos que resta eficiencia a la transaccionalidad del mercado. Por ejemplo, cada bolsa de valores tiene sistemas transaccionales distintos, los que no pueden comunicarse entre sí. Otro aspecto importante es que no se cumple adecuadamente en los sistemas de compensación y liquidación de valores con los principios de entrega contra pago, firmeza de las operaciones y no hay mitigación de riesgos de custodia, de liquidez, de crédito, de mercado, etc. que son fundamentales para un adecuado funcionamiento de dicho sistema. Un informe del Banco Mundial señala los problemas y debilidades que enfrenta el DECEVALE y plantea recomendaciones para su solución.<sup>11</sup>

Adicionalmente, la mayoría de los actores del mercado, incluido el regulador y el supervisor, no cumplen con la aplicación de estándares internacionales, que son importantes para dar confianza y credibilidad al mercado.<sup>12</sup>

Otro problema fundamental es que el ente regulador (Consejo Nacional de Valores) es débil, carece de fortaleza, potestad y autoridad para establecer y hacer cumplir las normas que dicta.<sup>13</sup>

9 [www.iess.gov.ec](http://www.iess.gov.ec)

10 Es el caso de la BVG, que además aplica restricción vertical concepto que estudia la microeconomía definido como un contrato que una empresa firma con otra para mantener un control monopólico.

11 Banco Mundial: "Assessment and observation on the payments, remittances and securities clearance and settlement systems of Ecuador, Julio 2010. Las sugerencias del organismo van en la dirección de resolver los conflictos de intereses y de gobierno corporativo como se señala más adelante.

12 Un informe de IOSCO sobre el mercado de valores en el Ecuador en el año 2005 determinó que de 30 principios internacionales para dicho mercado en el país sólo se cumplían 8.

13 Un ejemplo es la resolución adoptada por el Consejo Nacional de Valores en Junio de 2009 sobre la unificación de los sistemas transacciones de las Bolsas de Valores que todavía no se logra implementar después de más de un año de haber sido dictada.

Pero además existe una estructura inadecuada ya que el Consejo Nacional de Valores (CNV) está presidido por el Superintendente de Compañías, que es el supervisor del mercado de valores, lo cual es un contrasentido ya que el supervisor preside al organismo regulador. Adicionalmente hay una doble captura regulatoria por los actores como del ente supervisor.<sup>14</sup> Además en el CNV tiene un directorio que incluye a miembros del sector público y privado. O sea, los regulados forman parte del organismo regulador.

Respecto a la supervisión solo es de carácter normativa, tiene problemas tecnológicos, carece de información de los actores en línea para el control efectivo, así como falta de formación técnica de su personal en ciertos temas.

Otros problemas son la escasa cultura bursátil, poca desmaterialización, falta de protección a los inversionistas, carencia de prácticas de gobierno corporativo, etc. Además hay que anotar que en los aspectos macroeconómicos,

como el nivel de actividad económica y el crecimiento económico así como las variables microeconómicas son otros de los factores fundamentales relacionados con la evolución del mercado de valores en el país.

En síntesis, estos problemas afectan el desarrollo del mercado de valores por lo que éste tiene un escaso desarrollo, manteniéndose casi en un estado estacionario y contribuyendo muy poco al financiamiento alternativo de mediano y largo plazo para los sectores productivos.<sup>15</sup>

### **La reforma al mercado de valores**

A fin de transformar el estancamiento del mercado de valores<sup>16</sup> producto de los factores estructurales señalados es necesario enfrentar una reforma integral al mercado para que éste pueda desarrollarse y cumplir con su rol fundamental de otorgar financiamiento de mediano y largo plazo a los sectores productivos. Con ello, se puede contribuir al creci-

---

14 Un reflejo de la captura regulatoria es la disposición que dictó el CNV para la unificación de sistemas transaccionales que obliga a la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) a adoptar el sistema de la Bolsa de Valores de Guayaquil. La decisión del organismo regulador se basó en un informe de la ESPOL que no analiza la parte tecnológica de dichos sistemas sino más bien es un estudio de satisfacción de los usuarios de los mismos. Esto provocó una disputa entre las dos bolsas que se inició con la presentación de un recurso de reposición por parte de la BVQ ante la Superintendencia de Compañías y que desafía al órgano regulador, lo que refleja la debilidad para hacer cumplir las resoluciones. Ver: "Duelo Bursátil" *América Economía* No. 55, Julio del 2010, [www.americaeconomia.com](http://www.americaeconomia.com).

15 El mercado de Valores del Ecuador se parece a la situación que vivía, hace algunos años, el balneario de Salinas (Provincia de Santa Elena) cuando la distribución de agua potable se hacía por tanqueros lo cual limitaba el desarrollo del turismo y de la ciudad, beneficiándose algunos dueños de tanqueros. Esto es, el interés de unos cuantos se imponía al interés social.

16 Hay estudios y publicaciones que analizan la evolución y situación actual del mercado de valores ecuatoriano. Ver "El rol del mercado de valores en el ahorro interno", Pazmiño, S. en *Revista Apuntes de Economía* No. 10, BCE, Marzo de 2000 y "40 años de las bolsas de valores y aún no agarran el compás", *Gestión*, No. 185, Noviembre de 2009.

miento económico y al funcionamiento eficiente, eficaz, profundo y equitativo del mercado de valores.

Los objetivos de esta reforma difieren según el plazo. Entre los de corto y mediano plazo están:

- **Ampliación y dinamización del mercado**  
Para ello es necesario actuar en las dos fuerzas del mercado. Por el de la demanda, comprando títulos, es fundamental la acción del Banco del IESS para que actúe como banca de inversión, hacedor de mercado de valores y dinamizador del mercado secundario. En su operación en el mercado de valores debería aplicar una política de inversión orientada al financiamiento de mediano y largo plazo. Así mismo, la CFN, el ISSFA, ISSPOL deberían seguir dicha política. Además debe aprovecharse los recursos de los fondos complementarios para inversiones de largo plazo.  
Por el lado de la oferta, es importante el desarrollo de la cultura bursátil y la aplicación de incentivos tributarios temporales para los emisores e inversionistas condicionados bajo criterios de generación de empleo, apertura del capital empresas familiares, PYMES, etc.
- **Democratización del capital y financiamiento**  
Nuevamente hay que actuar por los dos lados del mercado. Por la demanda, para la democratización del capital hay que lograr que la inversión en el mercado de valores sea alternativa a la de la banca, de manera que cualquier ciudadano

pueda comprar un título valor, o los Clubes de Inversión, desinversión de las empresas a cargo del IESS y venta de acciones de las empresas incautadas a la banca cerrada y de actividades ilícitas. Para la democratización del financiamiento, hay que establecer ofertas públicas especiales posibilitando un trato diferenciado a las de emisión de PYMES, de empresas públicas<sup>17</sup> y unidades de economía popular y solidaria (ej. Cooperativas) así como figuras de fondos de inversión que permitan financiar proyectos de inversión específicos.

- **Aumento de la confianza y seguridad del inversionista**  
Para ello debería crearse la figura del Defensor del Inversionista, un regulador independiente que tenga suficiente potestad, fortaleza y autoridad para dictar normas, conformado sólo por autoridades públicas, eliminando la captura regulatoria. Una Superintendencia de Valores con un alto nivel técnico con capacidad de aplicar supervisión de riesgos, medidas precautorias y de salvaguarda como un control estricto y riguroso a las entidades de apoyo. Finalmente aumentar las sanciones por infracciones y delitos en el mercado de valores.
- **Modernización y estandarización**  
Esto sería posible con algunas medidas como la creación de una sola Bolsa de Valores, como sociedad anónima y desmutualizada, con prácticas de buen gobierno corporativo.<sup>18</sup> Que mantenga obligatoriamente un solo sistema transaccional con una plataforma tecnológi-

17 La nueva ley de Empresas Públicas permite que dichas empresas puedan emitir obligaciones y titulaciones para financiar sus proyectos de inversión.

18 Hay un proceso de integración de las Bolsas de Comercio de Santiago (Chile), la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima (Perú) así como de sus depósitos centralizados de valores para hacer frente a la competencia de la Bolsa de Brasil y México. Dinero, No. 352, Junio 25 de 2010, www.dinero.com.

ca e informática de última generación. Emisión desmaterializada. Separación de depósito y custodia de la compensación y liquidación de valores por razones de riesgos diferentes. Crear la entidad de Contraparte Central para que cubra los riesgos en estas dos últimas actividades. Aplicar reglas muy estrictas para conflictos de intereses<sup>19</sup> y prácticas de gobierno corporativo.<sup>20</sup> *Eliminar conflictos de intereses y riesgos (separación de negocios) de fondos de inversión, de la titularización.* Establecimiento de las responsabilidades de los funcionarios y empleados de intermediarios, bolsa de valores y entidades de apoyo.

- Internacionalización del mercado de valores

Para ello es necesario que los Depósitos Centralizados de Valores (DCV) cumplan estándares internacionales incluyendo la mitigación de todos los riesgos de estas actividades. Funcionamiento de una Agencia Numeradora, desmaterialización, acuerdos entre DCV y cámaras de compensación y liquidación así como entre los organismos reguladores y supervisores del mercado de valores.

En el largo plazo los objetivos serían:

*Establecer condiciones y mecanismos para el **desarrollo del mercado de valores que permitan el financiamiento a los sectores productivos y contribuyan al desarrollo nacional.***

*Desarrollar la desintermediación financiera.*

*Canalizar el ahorro nacional de largo plazo, hacia la inversión productiva de largo plazo.*

*Contribuir a la **reducción de las tasas de interés y costos de capital.***

*Fortalecer los **sistemas regulatorios y de supervisión** del mercado de valores, creando con ello confianza doméstica e internacional.*

La reforma integral al mercado de valores no solo requiere de una nueva Ley de Mercado de Valores sino además una nueva ley de sociedades anónimas (emisoras), reforma tributaria (incentivos tributarios), cambios en el marco institucional de regulación y supervisión del mercado de valores así como en el rol y políticas de los inversionistas principalmente institucionales.

### **Los cambios en la legislación en el mercado de valores**

La actual ley del mercado de valores fue promulgada en Julio de 1998 y se codificó en el año 2006. Dicha ley fue elaborada en función de intereses bancarios de ese entonces, con problemas de conflicto de intereses, carencia de prácticas de buen gobierno corporativo, así como la inobservancia de la mayoría de estándares internacionales, diseñada con organismos de regulación y supervisión del mercado de valores débiles y expuestos a la captura regulatoria.

Para intentar una reforma al mercado de valores, el actual gobierno elaboró una primera versión del proyecto de

19 El informe del Banco Mundial (ver nota 11) señala un conflicto de intereses en el grupo que maneja la BVG y DECEVALE. Otro ejemplo es la relación familiar que existe entre el actual Intendente de Valores de Guayaquil y su hermano que conforma el Directorio de la BVG.

20 En el país no existe cultura de gobierno corporativo, un avance en este sentido sería aplicar el Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo de la CAF.

nueva ley de mercado de valores<sup>21</sup>. Los principales aspectos de éste se publicaron en la Revista Ekos.<sup>22</sup> La segunda versión del proyecto<sup>23</sup> ha sido revisada y analizada en el Consejo Nacional de Valores desde Octubre de 2009 contando con el criterio de las Intendencias de Valores de Quito y Guayaquil y de los miembros del sector privado integrantes del organismo regulador del mercado de valores, dando como resultado otro proyecto distinto a la segunda versión del mismo, finalmente la ley quedó a cargo del Ministerio de Coordinación de Política Económica. El Presidente de la República en su Enlace Ciudadano No. 179, Julio 17 de 2010, anunció el envío del proyecto de ley de mercado de valores a la Asamblea Nacional.

### **Aspectos fundamentales del proyecto de Ley de mercado de valores**

La revisión del proyecto de ley de mercado de valores, segunda versión, por parte del Consejo Nacional de Valores se inició en Octubre de 2009 y concluyó a mediados de Julio de 2010. Los principales aspectos de la versión del CNV son los siguientes:

#### *Principios:*

Protección de la fe pública y del inversionista; transparencia e información simétrica, clara, veraz, completa y oportuna; cumplimiento de estándares internacionales de acuerdo a disposiciones emitidas por el órgano regulador; respeto y fortalecimiento de la potestad normativa del regulador; supervisión normativa y de riesgo; libre competencia y tratamiento igualitario a los participantes del mercado. En la segunda versión no se incluyó este principio, más bien se planteó el de la promoción del desarrollo de los sectores productivos.

- i. Naturaleza jurídica de la ley  
El CNV aprobó que la ley sea de observancia obligatoria en el país. Se había propuesto en la segunda versión que la ley debería ser de orden público, como es en el caso de México.
- ii. Carácter jurídico de las Bolsas  
Se propone convertirlas en sociedades anónimas y se limita la participación accionaria de los actores del mercado hasta el 3% del capital. En la segunda versión se propugna que

21 La primera versión de ley fue entregada a la Asesoría Jurídica de la Presidencia de la República y autoridades del mercado de Valores en Junio de 2009, ésta contó con el aporte de cooperación técnica, apoyada por la CAF, dando así cumplimiento al encargo presidencial del 18 de Diciembre de 2007. En Julio de 2009 se inició la difusión del proyecto en los medios de comunicación. Ver Diario El Comercio, edición julio 15 de 2009.

22 Revista Ekos, Edición Especial No. 184 Agosto de 2009.

23 La segunda versión del proyecto de ley fue enviada a la Asesoría Jurídica de la Presidencia y autoridades del mercado de valores en Septiembre de 2009. Esta versión incorpora algunos de los criterios recogidos en la socialización del proyecto entre los principales actores del mercado de valores que se realizó entre julio y agosto de 2009.

- las bolsas de valores sean desmutualizadas.
- iii. Autorregulación  
Se plantea que las bolsas de valores y asociaciones gremiales dicten sus propias normas. En la segunda versión, se proponía que éstas deban ser aprobadas por el órgano regulador del mercado de valores.
- iv. Nuevo esquema de regulación y supervisión  
El CNV no definió en su proyecto el esquema de regulación y supervisión del mercado de valores. En otro proyecto de ley, complementario al de la segunda versión, se propone la creación de un Consejo de Regulación Financiera (regulador) y la Superintendencia de Valores (supervisor).<sup>24</sup>
- v. Participación de la economía popular y solidaria en financiamiento  
Se estipula la excepción de algunos requisitos para PYMES (calificación de riesgo y de auditoría externa). En la segunda versión se establece un tratamiento diferenciado a la emisión de microempresas, PYMES, entidades del sector público, inversionistas institucionales y emisores domiciliados en el exterior.
- vi. Inversión  
Se plantea la creación de Club de Inversión,<sup>25</sup> que es un fondo de inversión pequeño. En la segunda versión se propone la figura de fondos comunes cerrados especiales, que es un fondo de inversión que permite financiar proyectos productivos de pequeños empresarios.
- vii. Esquemas de custodia, compensación y liquidación.  
Se sigue manteniendo el esquema de Depósitos Centralizados de Valores que realizan custodia, compensación y liquidación de valores con mecanismos de manejo de riesgo de estas actividades. En la segunda versión se planteaba la separación de la custodia de la compensación y liquidación pero además la creación de una Entidad de Contraparte Central (ECC)<sup>26</sup> como entidad especializada en este tipo de riesgos.
- viii. Separación de las actividades de las Administradoras de Fondos de las Titularizaciones.  
El CNV decidió en su proyecto mantener las Administradoras de Fondos y Fideicomisos. La segunda versión plantea, por razones de conflicto de intereses y riesgos la separación de estas actividades dejando por un lado, a las Administradoras de Fondos y, creando por otro, las Sociedades Titularizadoras.
- ix. Cumplimiento de estándares internacionales.  
Se incluye en los principios de la ley.

24 Proyecto enviado a las autoridades económicas y Asesoría Jurídica de la Presidencia en Junio de 2009.

25 Esta fue una propuesta del Ministerio de Coordinación de la Producción, recogiendo la experiencia exitosa de Brasil.

26 Si bien esta figura no constaba en la segunda versión, después de estudios posteriores se planteó la necesidad de una ECC para el manejo de riesgos de compensación y liquidación pensando en el desarrollo del mercado de valores hacia mercado de futuros, de derivados, opciones, etc., recogiendo experiencias de Colombia, México y últimamente Chile.

- x. **Objetivos del regulador: protección del inversionista**  
Como uno de los objetivos del regulador se incluyó la protección del inversionista estableciendo un mecanismo para hacer operativo dicha actividad con la creación de la figura del Defensor del Inversionista. En el proyecto del CNV no se incluyó al Defensor.
- xi. **Inversión de los Fondos de las Compañías de Seguro.**  
No se incluye en el proyecto del CNV. La propuesta de la segunda versión es una reforma a la ley de Seguros para que estas compañías puedan invertir recursos excedentarios de mediano y largo plazo en títulos valores.
- xii. **Incentivos tributarios temporales**  
Se incluyó excepción de impuesto a la renta de rendimiento de títulos de renta fija y variable. En la segunda versión se propone que éstos sean temporales y dirigidos exclusivamente a inversionistas, emisores de acciones y de renta fija (mediano plazo), PYMES y proyectos generadores de empleo.  
Si bien en la segunda versión no se consideró al Banco del IESS (BIESS), porque no se había aprobado hasta el momento de enviar el proyecto a las autoridades, consideramos fundamental que el BIESS actúe como banco de inversión<sup>27</sup> y en su participación en el mercado de valores defina una política de inversión

comprando títulos de mediano y largo plazo y actuando como dinamizador del mercado secundario.

### Conclusiones

El mercado de valores es un elemento esencial para el financiamiento alternativo de mediano y largo plazo a los sectores productivos y juega un rol importante en el crecimiento económico. En el país dicho mercado se encuentra en un estado estacionario y se requiere una reforma para que dicho mercado cumpla con su papel.

Para romper el estado de inercia o estancamiento del mercado de valores se necesita superar sus problemas estructurales, dar incentivos monetarios y no monetarios temporales a los actores del mercado, mejorar la macroeconomía y apoyo gubernamental para canalizar el ahorro nacional hacia la inversión productiva privada y pública a través del mercado de valores reestructurado.

El proyecto de ley del CNV, si bien recoge algunas propuestas del proyecto de ley en su segunda versión, deja de lado algunas reformas importantes planteadas que es necesario incorporarlas para tener una ley de mercado de valores que incentive su desarrollo.

Para aplicar la reforma al mercado de valores se requiere como paso inicial una nueva Ley de Mercado de Valores que permita desarrollar dicho mercado e impulsar la inversión en el sector real productivo, a través de facilitar el finan-

27 La banca de inversión internacional cumple tres funciones principales: financiamiento estructurado (de proyectos de inversión), participación en el mercado de valores y asesoría en procesos de fusiones y adquisiciones de empresas.

ciamiento a largo plazo y a menor costo y establecer una adecuada regulación y supervisión independiente de los regulados. Estas son las condiciones necesarias mínimas para incentivar la eficiencia, confianza y seguridad en el mercado de valores.

### **Bibliografía:**

Banco Mundial

- 2010 "Assessment and observations on the payments, remittances and securities

clearance and settlement systems of Ecuador", Julio.

Clarke & Asociados

- 2009 Informe de Cooperación Técnica "Fortalecimiento y Desarrollo del mercado de capitales en el Ecuador", BCE-CAF, Febrero.

Pazmiño, S. Y Robalino, G.

- 2004 "La seguridad Social en el Ecuador", Apuntes de Economía No. 47, BCE, Julio.

Sanchez, J.

- 2007 Curso de Bolsa y mercados financieros, Instituto Español de Analistas Financieros.