

La reforma al mercado de valores (I)

Luis Rosero M.*

El proyecto de Ley de mercado de valores propuesto por el Ministerio Coordinador de la Política Económica plantea unificar los mercados de valores y crear mecanismos de regulación y supervisión. Esta reforma introduce los mercados multilaterales de negociación y mercados alternativos bursátiles; además, permite la participación de la banca pública, la economía popular y solidaria y la participación de los pequeños inversionistas.

Introducción

Con la aprobación del Banco del Sur y el Sistema Único de Compensación Regional (SUCRE, 2010), el gobierno de Rafael Correa intenta contribuir a la redefinición de la nueva arquitectura financiera internacional. Pero al parecer, ahora avanza en la construcción de una nueva arquitectura financiera nacional, uno de cuyos pilares sería el desarrollo del mercado de capitales.¹ Esto implica una reforma al mercado de valores, que se instrumentaría a través de una nueva Ley de mercado de valores. En este artículo se realiza un análisis de las características de esta reforma, las principales propuestas y se plantean algunas conclusiones.

La reforma al mercado de valores es un tema relevante, en nuestro país, ya que ésta puede contribuir a mejorar el funcionamiento de dicho mercado y en esa medida facilitar el financiamiento de proyectos de inversión con el ahorro nacional. El tema del mercado de capitales, en especial el de valores, es fundamental ya que muchos estudios empíricos han revisado la correlación que existe con el crecimiento económico. La hipótesis de dichos estudios es que el ahorro interno y financiamiento son variables claves del crecimiento.²

Antecedentes

La reforma al mercado de valores, promovida por el Ministerio Coordinador de la Política Económica (MCPE),

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

1 Documento "Nueva Arquitectura Financiera Nacional", pag. Web del Ministerio Coordinador de la Política Económica: www.mcpe.gob.ec

2 En la publicación "Temas críticos de América Latina" en Cap. 3 "Ahorro Interno y Mercado de Capitales", escrito por Uquillas, E. y Arcos, X. señalan una serie de estudios empíricos sobre los determinantes del ahorro privado, público, efectos de la reforma de pensiones en el ahorro interno y el crecimiento económico de Chile y Colombia y analizan el desarrollo del mercado de valores en América Latina. CAF, Quito, 2002. Ver pag.web: www.caf.com/attach/17/default/VersiónCompleta.pdf

está contenida en un nuevo proyecto de ley de mercado de valores, elaborado por éste.

Este proyecto está basado en uno elaborado por el Banco Central del Ecuador (BCE, 2009), el que fue reformulado por las Intendencias de Valores (IV) de la Superintendencia de Compañías y puesto en consideración del Consejo Nacional de Valores (CNV), que a su vez hizo otras modificaciones y aprobó un proyecto de ley (2010) tomando como base los aportes del BCE y las proposiciones de las IV.³

Después dicho proyecto fue revisado y reformulado por el MCPE que lo entregó, en Enero de 2011 a la Presidencia de la República, siendo difundido entre los actores del mercado de valores⁴, en el primer trimestre de 2011. En Junio y Julio de 2011 el proyecto fue revisado por las entidades públicas relacionados con el tema y aprobado por el Presidente de la República, quien anunció en el Enlace Sabatino, del 16 de Julio de 2011, que enviaría el proyecto con el carácter de económico urgente a la Asamblea Nacional.

Principales aspectos de la reforma al mercado de valores

De acuerdo con el MCPE, el desarrollo del mercado de capitales com-

prendería reestructurar y democratizar el acceso al mercado de valores, la desintermediación financiera, transparentar la información de las negociaciones de las bolsas y reformar el sistema de pensiones.

En la nueva arquitectura financiera nacional, que propugna el MCPE, se establece como una de las metas procurar el desarrollo del mercado de valores que facilite el financiamiento de actividades productivas y profundice la democratización en el acceso a los medios de producción⁵

Los principales temas de la reforma al mercado de valores serían los siguientes:

i. Objetivos⁶:

Eliminar las trabas y distorsiones económicas, sociales y culturales que han impedido un normal desarrollo del mercado de valores en el Ecuador.

Generar alternativas de financiamiento para el sector productivo en especial aquellos actores excluidos por las normas y requerimientos existentes.

Democratización y el crecimiento del mercado de valores, potenciándolo como un espacio de oportunidades para el sistema productivo nacional.⁷

3 Ver L. Rosero. "El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: una aproximación", Ecuador Debate No. 80, Agosto 2010, se realiza una comparación de los principales aspectos de los proyectos de ley de mercado de valores del BCE y CNV.

4 El proyecto de Ley de mercado de valores del MCPE está disponible en www.mcpe.gob.ec

5 Documento "La nueva arquitectura financiera nacional", pág. Web del MCPE.

6 Presentación de la Ministra Coordinadora de la Política Económica, Katuska King, en el Hotel Ramada de Guayaquil, el 26 de Enero de 2011.

7 Exposición del proyecto de Ley de mercado de valores por parte de la Ministra Katuska King a los sectores productivos de Cuenca. Ver página web del MCPE.

Proyección internacional del mercado de valores ecuatoriano dentro de la lógica de la integración regional.

i. Principios de la ley⁸

La fe pública; protección del inversionista; transparencia; información simétrica, clara, veraz, completa y oportuna; respeto y fortalecimiento de la potestad normativa del Consejo de Mercado de Valores, con sujeción a la Constitución de la República y la Ley; la libre competencia; tratamiento igualitario a los participantes del mercado y la aplicación de buenas prácticas corporativas.⁹

ii. Nuevos mecanismos de emisión e inversión

Se crean los mercados multilaterales de negociación (MMN) y los mercados alternativos bursátiles (MAB).¹⁰ En el proyecto de ley se los denomina Mercados Alternativos Privados y Mercados Alternativos Públicos.

iii. Banca de Inversión

Se define la banca de inversión,¹¹ se establece que las casas de valores y el Banco del Seguro Social

(BIESS) pueden cumplir este papel.

iv. Emisión de deuda

Se introduce la figura de bonos sindicados (emisión conjunta de empresas)¹². No se permite la emisión de bonos corporativos a los intermediarios financieros.

v. Bolsas de Valores

Se las convierte en Sociedades Anónimas, se limita la participación accionaria hasta un 5% por socio¹³ y la participación en el Directorio de los intermediarios financieros, se restringe hasta el 35% del total de miembros de este cuerpo colegiado. Se propugna la unificación de los sistemas transaccionales de las bolsas de valores.

vi. Custodia, compensación y liquidación de valores

Se mantiene un Depósito Centralizado de Valores (DCV) privado, y uno público (BCE) que realizarán compensación y liquidación de valores.¹⁴

vii. Regulación y Supervisión del mercado

Se crea el Consejo de Mercado de Valores (CMV, ente regulador) y se

8 Versión del proyecto de ley del 25 de Julio de 2011.

9 Se excluyó el principio de aplicación de estándares internacionales, que se proponía en el proyecto de ley de mercado de valores del BCE, los cuales son importantes en un mercado que busca desarrollarse.

10 Son nuevos mecanismos tomados de la Ley de valores de España. El MAB fue introducido en 2005 en España como un medio para financiar a las PYMES, recogiendo experiencias similares de Inglaterra, Francia y Escandinavia.

11 Se establece el campo de acción de la banca de inversiones

12 Tomado del proyecto de Ley de mercado de valores de CNV.

13 Tomado del proyecto del BCE, en el que se restringía la participación en un 5%.

14 A diferencia del proyecto de Ley del BCE que planteaba que la compensación y liquidación la realice una entidad pública.

establece como supervisor a la Superintendencia de Compañía y Valores.¹⁵

viii. Democratización de la Inversión

Se crean los Clubes de Inversión¹⁶ que serían unos fondos de inversión pequeños.

ix. Incentivos tributarios

Se elimina la excepción de pago de Impuesto a la Renta a las utilidades de los partícipes de Fondos de Inversión así como para los rendimientos de títulos de renta fija.¹⁷

x. Administración del riesgo

Se obliga a la cobertura, mitigación y seguimiento de riesgo de algunos participantes del mercado de valores.

xi. Oferta Pública de Adquisición

Se amplía las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS)

xii. Otros aspectos

Se amplía el título referente a los conflictos de interés y se incluye el tema de las vinculaciones y de grupos económicos.

xiii. Participación de los grupos financieros en el mercado de valores

De acuerdo con las normas transitorias del proyecto de ley se excluye a los grupos financieros de los negocios del mercado de valores.

Análisis de la reforma al mercado de valores

Para que una reforma al mercado de valores sea exitosa debe partir de un diagnóstico y además requiere que ésta sea integral. Un resumen de la situación de dicho mercado, en nuestro país, debe comenzar identificando los problemas estructurales y coyunturales. Además los principios rectores que deberían orientar la reforma son aumentar la eficiencia en la asignación de recursos en el mercado de capitales e incrementar la confianza y seguridad del inversionista.

Proponemos la hipótesis de que el principal problema estructural del mercado de capitales, es la distorsión en la asignación del ahorro en el país, pues ahorro con orientación de mediano y largo plazo se colocan en el corto plazo.

Otros problemas de este tipo son: mercado reducido; un escaso desarrollo; mercado no integrado; elitista (acceso restringido); poco aporte al financiamiento de mediano y largo plazo a los sectores productivos; liquidez segmentada, concentración en títulos de renta fija, principalmente bancarios y del estado; poca profundidad y liquidez; princi-

15 En otro proyecto del BCE se propone la creación de la Superintendencia de Valores y Consejo de Regulación Financiera (incluye mercado de dinero y de capitales).

16 Tomado del proyecto de ley del CNV, que lo incluyó como una sugerencia del Ministerio Coordinador de la Producción.

17 Este tema se está discutiendo con el SRI. En el proyecto del BCE se establecían incentivos tributarios temporales y priorizados.

pal inversionista institucional es el seguro social; debilidad e hipertrofia de la regulación y supervisión e incumplimiento de estándares internacionales.

Entre los segundos están incumplimiento de coberturas de riesgo, escasa cultura bursátil, poca desmaterialización, falta de protección al inversionista, deficiencia de gobierno corporativo, problemas de agencia, etcétera. En suma, el mercado de valores ecuatoriano, por los problemas señalados, se mantiene casi en un estado estacionario, con lo cual no cumple con su principal rol de otorgar financiamiento alternativo de mediano y largo plazo.

Por otro lado, toda reforma consistente requiere que se establezcan **objetivos generales y específicos** de corto, mediano y largo plazo. En la reforma propuesta por el MCPE no se esclarecen estos plazos, por lo que torna imprescindible señalarlos. Entre los objetivos específicos de corto y mediano plazo de una reforma al mercado de valores están la ampliación y dinamización del mercado, la democratización del capital y financiamiento, aumento de la confianza y seguridad del inversionista, modernización y estandarización del mercado; en el largo plazo, vincularse con los mercados internacionales, en una primera etapa, y posteriormente pensar en desarrollar productos más sofisticados, para nuestro mercado, como son los derivados y futuros.

En cuanto a los **principios de la ley** no se han incluido el cumplimiento de

los estándares internacionales, que es fundamental para modernizar y generar confianza en los inversionistas. En este sentido, si se apunta a estos dos últimos objetivos al incluir la aplicación de buenas prácticas corporativas, como el buen gobierno corporativo, que son importantes para la protección del accionista minoritario y conflictos de intereses en las empresas así como los problemas principal-agente y control de las decisiones cuando hay dispersión del capital en las bolsas de valores y entidades de apoyo del mercado de valores (Depósito Centralizado de Valores, agencia numeradora).

En relación a la **ampliación del mercado y dinamización del mercado** pueden contribuir los **nuevos mecanismos de emisión e inversión, la banca de inversión y los fondos previsionales de otras entidades de seguridad social distintos al IESS.**

En cuanto a los **nuevos mecanismos de emisión e inversión** en la revisión del proyecto de ley, el MCPE introduce las figuras de mercado multilateral de negociación (MMN) y mercados alternativos bursátiles (MAB) extraídos de la Ley de mercado de valores de España.¹⁸ Estos MMN se establecen como Mercados Alternativos Privados (MAP), en el que se transarán valores de PYMES, que serán administrados por las bolsas. Y por otro lado, se crean los Mercados Alternativos Públicos (MAPu), en el que se negociarán valores de entidades de la economía popular y solidaria así como

18 En el art. 118 de la Ley de mercado de valores de España se define el sistema multilateral de negociación, que a su vez fue introducido por la Directiva 2004/34/CE del Parlamento Europeo y Consejo de la UE, que entró en vigor el 1/Nov/2007. En cambio, el MAB se creó en 2005 para que participen empresas con escasa capitalización.

de PYMES, los que serán administrados por la Corporación Financiera Nacional y la Corporación Nacional de Finanzas Populares.¹⁹ Con estos dos mercados alternativos se pueden generar nuevas actividades, negocios y además contribuir a la democratización del mercado.

El inversionista institucional más importante y que mueve al mercado de valores ahora es el Banco del IESS (BIESS), que tiene la característica de ser **banca de inversión**; en el proyecto de ley se definen sus actividades, facultades, obligaciones y prohibiciones. Sin embargo, en la ley de su creación, lo define tanto como banca de inversión y banca comercial. En el proyecto de Ley de mercado de valores se especifican las tres funciones principales de este tipo de banca: financiamiento estructurado (de proyectos de inversión), participación en el mercado de valores (orientado a transacciones con valores de mediano y largo plazo) y asesoría en adquisiciones, ventas, fusiones y absorciones de empresas.

El Banco del IESS debe jugar el papel de las Administradoras de Fondos de Pensiones que, en varios países de América, han posibilitado el financiamiento de la inversión incidiendo de esta manera en el crecimiento económico. Fundamental es que dicho banco, en lo que hace a su papel de banca de inversión (en su participación en el Mercado de valores), sea regulado por el Consejo de Mercado de Valores y no por la Junta Bancaria, ya que de seguir así se sigue manteniendo la distorsión en la asignación del ahorro previsional.

En cuanto a **los fondos previsionales de otras entidades de seguridad social distintos al IESS**, deberían establecerse en el proyecto de ley normativas para que tanto el ISSFA e ISSPOL puedan invertir sus recursos en títulos de mediano y largo plazo. Más aún, el BIESS debería jugar un rol fundamental, de inversionista institucional, que dirija el ahorro forzoso, preferentemente, a la compra de títulos de mediano y largo plazo, evitando la política que seguía el Comité de Inversiones del IESS que compraba preferentemente títulos de corto plazo y sobre todo del sistema bancario manteniendo la distorsión en la asignación del ahorro previsional. Además, el Banco del IESS debería convertirse en el principal dinamizador del mercado secundario de valores y darle liquidez al mismo, factor fundamental para activar inversiones en el mercado de valores.

También puede contribuir a la ampliación y dinamización del mercado la **emisión de deuda**, que introduce la figura de la **emisión sindicada** que permite a las empresas e instituciones realizar emisiones conjuntas de valores, posibilitando asociaciones para financiamiento de proyectos de inversión en el sector productivo.

En relación a la **democratización del capital y del financiamiento** se trata de que cualquier ciudadano pueda invertir en un título valor y las pequeñas y medianas empresas realicen emisiones de oferta pública, esto es, puedan obtener financiamiento a través del mercado de valores. Para ello son cla-

19 Esta última es una institución creada por la Ley de economía popular y solidaria en vigencia.

ves los **Clubes de Inversión** y, por otro, el trato diferenciado a este tipo de empresas a través de los **mercados alternativos privados y los mercados alternativos públicos**.

Los **Clubes de Inversión** son pequeños fondos de inversión que permitirían que personas, grupos o gremios puedan realizar inversiones en el mercado de valores posibilitando el acceso de los pequeños inversionistas que tendrían una alternativa a la inversión distinta al de la banca. Dichos clubes serían manejados por Casas de Valores dándoles una nueva actividad a este intermediario de valores.

Con la nueva figura del Mercado Alternativo Privado, administradas por las bolsas de valores, se negociarán acciones, valores de renta fija y títulos de PYMES con lo cual se abre para éstas últimas un espacio para la emisión que antes estaba bastante restringido. Pero el Mercado Alternativo Público, administrado por la CFN y la Corporación Nacional de Finanzas Populares, amplía el campo de participación en el mercado de valores para las PYMES y abre la posibilidad para las entidades de la economía popular y solidaria como cooperativas de ahorro y crédito, entidades asociativas o solidarias, cajas, bancos comunales,²⁰ micro y medianas empresas puedan convertirse en emisores.

Si bien, los mercados alternativos pueden contribuir a ampliar y democratizar el financiamiento en el mercado de valores subsiste el principal problema

estructural que mencionamos antes. En este sentido, no permitir que los bancos puedan emitir bonos de corto plazo es un avance. Pero hay que ir más allá, con un cambio normativo, permitiendo que las compañías de seguro puedan invertir sus recursos en titularizaciones y otros medios de inversión de mediano y largo plazo. También se deben establecer incentivos a los distintos fondos de las asociaciones de empleados públicos o privados para que inviertan a plazos más largos.

En cuanto al aumento de la **confianza y seguridad al inversionista** pueden contribuir el **control estricto y riguroso de las entidades de apoyo, la protección de inversionista y mejor y mayor regulación y supervisión**.

En el proyecto de Ley de mercado de valores del MCPE se estipula un **mayor control de las entidades de apoyo**, principalmente de las empresas calificadoras de riesgo y de las compañías de auditoría externa.

En cuanto a la **protección del inversionista** se ha eliminado en el proyecto de ley la figura del Defensor del Inversionista dentro de la Defensoría del Pueblo. Éste podría haberse convertido en un mecanismo que hubiera contribuido a la confianza del inversionista que se complementa con un regulador y supervisor fuerte y con autoridad. Habíamos considerado que dicho defensor debería estar al interior del ente supervisor ya que su principal función es velar por los intereses de los inversionistas y

20 El art. 311 de la Constitución establece que éstas son las instituciones que conforman el sector financiero popular y solidario.

asesorar en la presentación, trámite y seguimiento de demandas ante tribunales de justicia en caso de fraudes y violación de la fe pública. Por ello, debería ser una institución especializada y técnica en inversión y derecho bursátil.

En lo referente a **la regulación y supervisión del mercado de valores** en el proyecto, para el primer caso, crea el Consejo de Mercado de Valores (CMV), similar al anterior Consejo Nacional de Valores, pero con distinta composición. El directorio del CMV estaría integrado por 3 miembros del sector público, con lo cual se eliminarían los representantes del sector privado, pues con la ley actual los regulados forman parte del ente regulador. Por otro lado, dicho organismo regulador dejaría de estar presidido por el Superintendente de Compañías y Valores, corrigiendo el error de que el organismo regulador era presidido por el supervisor.

El CMV tendría una Secretaría Técnica que abarcaría dos áreas: una legal y otra de desarrollo del mercado. Con ello, se genera un apoyo al organismo regulador y limitaría la cooptación del organismo regulador por el ente supervisor. Además se podría impulsar nuevas actividades y negocios para el crecimiento del mercado, lo cual debería realizarse en coordinación con los actores del mercado.

El organismo supervisor sería la Superintendencia de Compañías y

Valores,²¹ que le cabe la tarea de precautelar la fe pública y contribuir a la confianza de los mercados. Con la ley actual, la Superintendencia de Compañías tiene un área de Sociedades y otra de Valores cada una con su respectivo Intendente. Ahora el tema de Valores pasa a ser del mismo nivel que el de Compañías.

Aunque el proyecto de ley es un avance en romper con las distorsiones del esquema de regulación y supervisión del mercado de valores subsiste el problema de la debilidad, poca fortaleza y autoridad de los dos entes, lo que dependerá de la credibilidad, profesionalismo, independencia y capacidad técnica de los nuevos entes.

En lo relacionado con **la modernización y estandarización del mercado** se avanzaría en esta dirección con cambios institucionales y tecnológicos en las **bolsas de valores y segregación de funciones de los depósitos de valores**.

En lo que tiene que ver con **las bolsas de valores** hay varios problemas que el proyecto de ley pretende corregir parcialmente. Dichas entidades deben proveer la infraestructura tecnológica para que se puedan realizar las transacciones en un mercado de valores integrado.²² Cada bolsa de valores, tiene su propio sistema transaccional a pesar de que el Consejo Nacional de Valores (organismo regulador) decidió hace más de un año la unificación de dicho sistema,

21 En reunión del 16 de Diciembre 2010, con representantes del MCPE, MNCPE, BCE, Asesoría Jurídica de la Presidencia y el Presidente de la República, el último decidió que a la Superintendencia de Compañías se le agregue Valores y Seguros.

22 Deben poseer un sistema de contratación único (sistema transaccional para procesar órdenes de los intermediarios del mercado de valores) que permitan establecer un precio único para un valor transado.

para evitar que se siga con el absurdo que para un mismo título existan dos precios en el mercado de valores. El proyecto de ley establece la unificación de dicho sistema.

Por otro lado, en un mercado de valores tan pequeño como el del Ecuador, las dos bolsas continúan operando independientemente cuando la tendencia mundial es a la integración de las bolsas para poder competir con otros mercados²³. Un caso reciente es la unificación de las bolsas de Lima, Santiago de Chile y Bogotá.

Los problemas antes señalados de las bolsas, en parte, se originan en conflictos internos y externos que tienen las bolsas, principalmente la de Guayaquil, los cuales tienen que ver con las hipótesis de problemas de agencia, la dispersión de la propiedad y control vertical que permite incidir en la toma de decisiones y un círculo vicioso que mantiene el cuasi estancamiento del mercado.

En la relación de agencia, existe el problema de la sobreposición de los

intereses del agente sobre los del principal.²⁴ Los intereses del agente predominan sobre el principal, en parte, por la dispersión de la propiedad en la Bolsa²⁵, reflejada en su Directorio, que mediante el control del agente de una pequeña parte de éste puede incidir en la toma de decisiones. En el proyecto se trata de enfrentar este problema con la limitación de la participación de los accionistas sobre todo de los bancos en el Directorio de la Bolsa. Sin embargo, aún así podrían generarse costos de agencia para el principal, aunque el proyecto atenúa esta posibilidad con la aplicación de prácticas de buen gobierno corporativo.

En la Bolsa de Valores de Guayaquil, a fin de mantener los beneficios por parte del agente sobre el del principal, se utilizan otros mecanismos (reparto de beneficios y negocios) que asegurarían y reforzarían en el tiempo mantener dicha situación que por hipótesis se trataría de una especie de control vertical²⁶ mediante el cual se afianza el con-

23 El 15 de Febrero de 2011, el Deutsche Borse (alemán) y NYSE Euronet (trasatlántico), dos operadores bursátiles, de bolsas, anunciaron su fusión para convertirse en el mayor operador bursátil mundial. Diario de Negocios, Hoy, 17 de Febrero de 2011.

24 Este tema es importante para la investigación utilizando el marco teórico de Jensen y Meckling (1976) y otros autores que estudiaron el problema de relación y costos de agencia en las instituciones y empresas.

25 Un caso específico en el sistema bancario, de dispersión de la propiedad, fue el del Banco La Previsora, que para evitar la quiebra convirtió a sus depositantes en accionistas capitalizando los depósitos y esa situación condujo a que esta institución bancaria tuviera miles de accionistas y las reuniones de la Asamblea de Accionistas se realizaban en el Coliseo Cerrado de Guayaquil. Esta dispersión de la propiedad dio lugar a incidir en la toma de decisiones por la Gerencia ocupada por Alvaro Guerrero Ferber.

26 El control vertical es una categoría de la microeconomía mediante el cual una empresa puede ejercer control monopólico sobre otra a través de un contrato. Como adaptación de esta figura al caso señalado se plantea la hipótesis que el agente puede mantener el control férreamente al principal mediante el uso de la dispersión del capital, celebración de negocios y reparto de beneficios.

trol del agente.²⁷ Los otros mecanismos señalados refuerzan el problema de agencia y del círculo vicioso que impide la modernización, la introducción de nuevos negocios y la ampliación del mercado de valores del país. Una hipótesis relevante es que el problema de agencia limita el desarrollo de este mercado.²⁸ Romper este círculo vicioso es uno de los retos de las autoridades de regulación y supervisión así como de la reforma al mercado de valores, que parecen no enfrenta estos temas.

Más aún, en la bolsa de valores de Guayaquil, existen conflictos de intereses que han sido señalados en un estudio del Banco Mundial en el que se hizo un análisis y evaluación de los sistemas de compensación y liquidación de pagos, remesas y valores en el país. Se trata de un estudio detallado y pormenorizado en el cual se hacen una serie de recomendaciones para mejorar el sistema de pagos del país y los esquemas de compensación y liquidación de valores.²⁹

En cuanto a la **custodia, compensación y liquidación de valores** son actividades de apoyo que son necesarias una vez realizada la transacción de un valor, las cuales deben ser eficientes, ágiles, seguras, tener cobertura de riesgos y cumplir con estándares y principios internacionales.³⁰ De estos últimos, es esencial para dichas actividades el principio de firmeza y uno de los riesgos principales es el de contraparte, que debe ser mitigado a fin de que el incumplimiento en una transacción (comprador no entregue el dinero o vendedor no tenga los valores) no afecte la continuidad operativa de las transacciones con valores.

Para garantizar el buen funcionamiento del sistema de transacciones bursátiles se han establecido una serie de mecanismos como el préstamo de valores y fondos de garantía que contribuyen a paliar el riesgo de contraparte. Pero existen otra serie de riesgos que las actividades de compensación y liquidación enfrentan por lo que es necesaria una amplia cobertura de éstos.³¹

27 En la Bolsa de Valores de Guayaquil, al final de cada año, reparte regalos, premios y otros incentivos a los miembros de esta institución, confirmando que existen excedentes que, al no poder ser distribuidos por ser una Corporación Civil, se reparten de esta forma.

28 Estos temas deben ser objeto de investigación que aporten soluciones para el desarrollo del mercado de valores en el país.

29 En el informe del Banco Mundial (BM) "Assessment and observation on the payments, remittances and securities clearance and settlement systems of Ecuador" (Julio 2010) señalan los conflictos de la Bolsa de Valores de Guayaquil, debido a que el Presidente de su Directorio es a su vez Presidente del DECEVALE y REDEVAL, esta última compañía que presta servicios informáticos a la bolsa.

30 En los principios IOSCO (International Organization of Securities Commissions), para el proceso de compensación y liquidación se plantea que el objetivo es contar con sistemas ágiles y confiables para el procesamiento de las transacciones y con un sistema adecuado y efectivo en cuanto a los costos para sus participantes.

31 El Comité Técnico de la IOSCO ha realizado recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores para cubrir los riesgos: legal, previo a la liquidación, de liquidación, operativo y de custodia. Señala además criterios de gobierno corporativo, eficiencia, procedimientos y estándares de comunicación, transparencia y riesgos en los enlaces transfronterizos.

En la reforma se establece un fondo de garantía para el cumplimiento de la entrega del efectivo y valores, administrado por un fideicomiso a cargo de los DCV, que comprende una garantía individual y una colectiva. Además, se establecen mecanismos complementarios a la garantía el préstamo de valores, líneas de crédito y operaciones de reparto con lo cual se cubren buena parte de los riesgos de compensación y liquidación de valores.

En el país, hasta el 2009 existía un solo depósito de valores privado, DECEVALE, que funcionaba con ciertas limitaciones.³² En un informe de consultoría para un organismo internacional³³ se hace referencia a una evaluación (2005) que respecto al cumplimiento de DECEVALE de los principios IOSCO señalándose que, en lo referente a compensación y liquidación de valores, dicha entidad de apoyo no cumple en su totalidad con ninguna de las 19 recomendaciones.

Por otro lado, en el informe del Banco Mundial ya citado se señala “El DECEVALE y la BVG (Bolsa de Valores de Guayaquil) son de propiedad y bajo el manejo del mismo grupo de individuos. Esto genera el riesgo de un con-

flicto de intereses interno, y al mismo tiempo, establece una ventaja comparativa injustificada sobre la BVQ (Bolsa de Valores de Quito). Adicionalmente, dicha situación puede producir desventajas para los inversionistas que no son involucrados en la BVG”.

En Octubre de 2009 entra a funcionar el Depósito Centralizado de Valores del Banco Central del Ecuador, el cual opera bajo los requerimientos de IOSCO, según el informe señalado.

En la versión final del proyecto de ley, a pesar de los problemas señalados en el DCV privado, se mantiene un DCV privado y uno público. Sin embargo, el DCV público realizará la liquidación y compensación de los títulos del sector público y el DCV privado, de los valores del sector privado. Esto no resuelve los problemas que existe en la compensación y liquidación pues se mantienen los riesgos en estas actividades³⁴, lo cual requerirá que el organismo supervisor capacite a sus funcionarios en las actividades de control de los distintos riesgos operativos que conlleva la compensación y liquidación y aplique de manera técnica y sin presiones de los regulados los estándares internacionales en esta materia.

32 El informe del Banco Mundial citado además se realiza una serie de observaciones a la operatividad del DECEVALE. La más importante es que “no ha establecido mecanismos para controlar o mitigar los riesgos de liquidez. En caso de incumplimiento, el DECEVALE informa a la bolsa de valores y ésta establece sus propios mecanismos de garantía”. Tampoco se ha implementado el préstamo de valores para facilitar la liquidación de las transacciones. Las operaciones a través de este depósito de valores “no son procedimientos de liquidación totalmente automatizados: El DECEVALE entrega al BCE, por medio magnético, el balance neto de cada participante a ser liquidados a través de los sistemas del BCE; sin embargo, no existe una conexión directa entre los mismos. Este proceso semi-manual incrementa el riesgo operativo” (BM).

33 Informe de Cooperación Técnica “Fortalecimiento y Desarrollo del mercado de capitales en el Ecuador”, BCE – CAF, Febrero 2009.

34 Una fundamental es el riesgo del banco liquidador privado en el DCV privado.

En una versión anterior del proyecto de ley, se planteaba la separación de la custodia y las actividades de compensación y liquidación. Para la primera se crearía un ente privado o público y, para las segundas, un ente público.³⁵ Esto se justificaba por dos razones. Una, porque los riesgos de estas dos actividades son diferentes y, otra, la más importante es por el funcionamiento adecuado del sistema de pagos.

Éste permite que se realicen transferencias entre cuentas bancarias a través del BCE que es el administrador de dicho sistema. Para completar dicho sistema se requiere que se integre, a las cuatro plataformas de pagos existentes (siendo la más importante la cámara de compensación de cheques), la relacionada con el mercado de valores (compensación y liquidación de valores) a fin de tener completo dicho sistema.³⁶ Es necesario señalar aquí que el sistema de pagos es fundamental para mantener la operatividad y estabilidad del sistema financiero, es por esta razón que los Bancos Centrales se les ha delegado la función de administrador del sistema de pagos por el manejo eficiente, automatizado y seguro que permite la cobertura de los riesgos sistémicos.

Respecto a **los incentivos tributarios** se eliminan las excepciones permanentes de pago de Impuesto a la Renta a las

utilidades de los partícipes de los Fondos de Inversión así como los rendimientos de renta fija. El tema sigue en discusión con el SRI. En nuestra opinión, los mercados no deben tener incentivos permanentes, éstos deberían ser temporales para que los agentes se acostumbren a cumplir con las reglas del mercado sin ninguna ventaja. Por otro lado, los incentivos deberían ser priorizados en función de proyectos de generación de empleo, exportación, innovación tecnológica y participación de instituciones de economía popular y solidaria principalmente PYMES y cooperativas de producción.

En relación a la **Administración del riesgo** se obliga a que ciertos participantes del mercado de valores (Casas de Valores, Administradoras de Fondos y Fideicomisos, bolsas de valores, mercados alternativos privados o públicos y los depósitos de compensación y liquidación) realicen la cobertura, mitigación y seguimiento del riesgo. Esto es una buena práctica que implicaría que la supervisión al mercado de valores ya no sólo sea de carácter normativa sino además de riesgo. Esta modificación es importante, pues en el mercado de valores, en sus transacciones, incurren en riesgos los cuales con la reforma ahora van a ser mitigados para la protección de los inversionistas.

35 Esta es una sugerencia que se realizó en el seminario "Experiencias internacionales en compensación y liquidación de valores y central de contrapago" bajo los auspicios del convenio "Fortalecimiento del mercado de valores ecuatoriano" suscrito entre CAF y BCE. Evento realizado el 2 y 3 de Febrero de 2010, en Quito, dictado por el Ec. Francisco Silva Valdivieso, funcionario de Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

36 En el informe del BM se señala: "Cuatro plataformas distintas manejan transacciones de alto valor y bajo valor (minoristas). Estas cuatro plataformas son usadas por el sistema de Cuentas Corrientes del BCE".

En cuanto a **las Ofertas Públicas de Adquisición** que se refieren a la toma de control de una empresa, se regulan éstas corrigiendo una omisión fundamental que existe en la ley de mercado de valores vigente en la que se estipula que si hay dicha toma, la empresa controladora solo debe publicar en la prensa tal hecho.

Para finalizar, en **otros aspectos** se amplía el título referente a los conflictos de interés y además se esclarece el tema de las vinculaciones y de grupos económicos.

Por último, en cuanto a **la participación de los grupos financieros en el mercado de valores**, en las transitorias del proyecto de ley, se establece que los grupos financieros y grupos vinculados tendrán un plazo de dos años para desinvertir en las casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos así como en los depósitos centralizados de valores. Con esta propuesta, los grupos financieros no participarían como intermediarios o negocios en el mercado de valores, a través de compañías de su propiedad, con lo cual se limita la posibilidad de que éstos utilicen a dicho mercado como un mecanismo de fondeo.

La propuesta de la Superintendencia de Compañías

En Enero de 2011 Soad Manssur fue designada como la nueva Superintendente de Compañías, quien definió entre sus prioridades incentivar el desarrollo del mercado de valores. Efectivamente, en Febrero de 2011, la Superintendencia de Compañías elaboró un informe que contiene las observaciones,

que realiza dicha institución, al proyecto de Ley de mercado de valores del MCPE.

En dicho informe muy amplio, en lo que respecta al mercado de valores, hacen tres importantes observaciones generales y algunas específicas. Entre las primeras tenemos:

- i. Se opone a la creación de los mercados multilaterales de negociación alegando que dan lugar a un arbitraje regulatorio lo que dificultaría el manejo del riesgo legal.
- ii. No está de acuerdo con la separación de los Depósitos Centralizados de Valores en Depósitos de Valores y, por otro lado, las entidades de compensación porque generaría un monopolio de un ente público lo que iría en contra de la Constitución y, además, incrementarían los costos transaccionales, habría mayores riesgos operativo y legales y diluiría la responsabilidad de esos entes, lo que a su vez disminuiría la seguridad jurídica del inversionista.
- iii. Se elimina la posibilidad de titularización de flujos futuros.

Los argumentos de la Superintendencia de Compañías no tienen mucho sustento técnico y legal. Reflejan una posición de la burocracia de esa institución que coincide con los planteamientos de la Bolsa de Valores de Guayaquil.

Las principales observaciones específicas son las siguientes:

- i. Con respecto al Consejo de Mercado de Valores (CMV), debe eliminarse la Secretaría Técnica y cambiar dentro del Directorio del CMV al representante del Banco Central y

reemplazarlo por el Superintendente de Bancos.

- ii. Acerca de las normas de autorregulación, se plantea que las transgresiones a dichas normas sean solo sancionadas por el órgano autoregulador.
- iii. En relación a las Bolsas de Valores, se plantea que se incluya la realización de actividades conexas, las que serían definidas y autorizadas por el CMV, que los grupos financieros no participen en el capital de las bolsas y limitar la participación del sector público en dicho capital.

En la propuesta i, se comete un error de fondo ya que se está proponiendo que un ente supervisor, que no está relacionado con el mercado de valores, integre un órgano regulador. En la propuesta ii, lo que se está planteando es que las Bolsas de Valores sean las únicas sancionadoras de las violaciones de las normas de autorregulación.

En la propuesta iii, lo que se está proponiendo es una amplia libertad para que las bolsas de valores realicen negocios vinculados al mercado de valores y no participe el sistema financiero en la propiedad de las bolsas valores y con poca participación en ésta del sector público.

Después de las reuniones de Junio y Julio de 2011, entre los entes públicos relacionados con la ley se llegaron a algunos consensos y algunas de los planteamientos anteriores de la Superin-

tendencia de Compañías no fueron aprobados y se llegó a una solución intermedia entre los entes señalados.

Conclusiones

Para que una reforma al mercado de valores sea exitosa es necesario que enfrente principalmente los problemas estructurales y coyunturales más importantes de este mercado y, por otro lado, que sea integral, completa y sistémica, o sea, que trate de resolver la mayoría de los problemas que tiene el mercado.

El problema estructural de la distorsión en la asignación del ahorro previsional no es totalmente corregido, por lo que se propone incorporar al proyecto de ley normativas que obliguen, a fondos de asociaciones de empleados públicos y privados, compañías aseguradoras y el Banco del IESS, a invertir a largo plazo; en el primer caso, a través de incentivos, y, en las dos últimas, a través de políticas de inversión en títulos de mediano y largo plazo a fin de dirigirlos al financiamiento de los sectores productivos. Con esto se avanzaría en la compra de títulos por el lado de la demanda y por el lado de la oferta hay que incentivar el desarrollo de nuevos instrumentos.

La reforma es positiva al introducir los mercados multilaterales de negociación y mercados alternativos bursátiles³⁷ ya que posibilitarían mayor ampliación y diversificación en la negociación de títulos.

37 Son las únicas figuras nuevas que aporta el proyecto de Ley de mercado de valores del MCPE, las que son extraídas de la Ley de valores de España.

Por otro lado, hay un avance en la democratización del financiamiento (vía emisiones) al permitir la participación de las instituciones de economía popular y solidaria así como de la banca pública.

Además se democratizan las inversiones al introducir la figura del Club de Inversiones que permitiría la participación de pequeños inversionistas.

El mercado de capitales se mueve en base a la confianza y seguridad del inversionista y, en ese sentido, hay un avance con la reforma al establecer un control más estricto y riguroso a las entidades de apoyo y establecer claras reglas de regulación y supervisión. Sin embargo, la seguridad del inversionista no es completa al haberse eliminado la figura del Defensor del Inversionista. El ente regulador se plantea como independiente, con otra integración y con estructura administrativa y técnica de apoyo que reduce las posibilidades de cooptación por parte de los regulados y del ente supervisor. Este último asume la supervisión de riesgos y además tiene capacidad de intervención que no existe en la actual ley. Sin embargo, se mantiene latente la necesidad de la suficiente potestad, fortaleza y autoridad de los dos entes. Esto es fundamental porque ambos entes tienen que contribuir a generar la confianza en el mercado y precautelar la fe pública, ésta última que es un elemento para incidir en la primera.

En cuanto a las bolsas de valores hay un avance en obligar a éstas a la integración de los sistemas transaccionales, lo que eliminaría la existencia de dos mercados y la consecuente fragmentación de la liquidez, la cual es un bien público. Sin embargo, la reforma

parece no enfrentar los problemas de agencia, control vertical y conflictos de intereses que existen en las bolsas de valores y en el depósito centralizado de valores privado lo cual puede solucionarse con la aplicación de estándares internacionales. En este sentido, es clave la obligación de prácticas de buen gobierno corporativo, señalando estándares mínimos de éste. También son fundamentales las políticas de equidad, competencia, transparencia y orden, principios que deben ser aplicados para una buena marcha del mercado.

Los riesgos operativos de los depósitos privados persisten, pues a pesar de que se establece la mitigación de los riesgos por parte de éstos, sin embargo la falta de capacitación técnica del organismo supervisor en ésta área y las presiones del ente regulado en esta actividad limitan el control de los riesgos.

En cuanto a la cobertura de riesgo hay un avance al exigírsele a algunos partícipes del mercado a mitigar el mismo. Sin embargo, hay que fortalecer la transparencia definiendo requisitos de información al mercado y supervisor.

El nivel de actividad económica, el nuevo marco jurídico con la aprobación del proyecto de Ley de mercado de valores, la iniciativa de los demandantes y oferentes de recursos en el mercado de valores y la ejecutividad de las bolsas de valores y de las entidades del sector público determinarán el desarrollo de ese mercado.

El proyecto de reforma al mercado de valores tiene que recorrer todavía un largo camino en la Asamblea Nacional, en cuyo trámite los intereses particulares van a presionar para mantener el estatus quo en el mercado de valores.