

## La reforma en el mercado de valores (II)

Luis Rosero M.\*

*El mercado financiero es fundamental para trasladar el ahorro y el financiamiento de inversión a mediano y largo plazo y, en consecuencia, tiene efectos en el nivel de actividad y el crecimiento económico. De los dos segmentos de éste, el mercado de capitales es prioritario para dicho propósito y, en el que se incluye al mercado de valores. Para dinamizarlo, se llevó a cabo, en el gobierno de Correa, la reforma en el mercado de valores, que formó parte de la reforma monetaria financiera, denominada nueva arquitectura financiera nacional. El objetivo de la reforma fue dinamizar dicho mercado que, por largo periodo, estuvo estancado, para tratar de canalizar ahorro a la inversión de mediano y largo plazo y, en esa medida, incentivar el crecimiento económico. La reforma en ese mercado, pasó por un largo periodo hasta 2014.*

*El objetivo de este artículo es caracterizar, de manera general, los principales aspectos de la reforma al mercado de valores y, en lo específico, analizar sus componentes fundamentales, además presentar algunos elementos históricos del proceso de su elaboración. Al parecer la reforma no dio buenos resultados, aunque no es tema de este trabajo explicar las razones de esto, aportaremos algunos elementos que podrían constituir ciertas hipótesis para una futura investigación.*

### Antecedentes

El desarrollo, la socialización, discusión y aprobación de la reforma del mercado de valores se realizó en un largo periodo (2009-2014), en el que se elaboraron varios proyectos de la misma.<sup>1</sup> El primero, del Banco Central del Ecuador, formulado en base a una consultoría internacional<sup>2</sup> y un equipo de trabajo,<sup>3</sup> liderado por el suscrito. Como producto de dicha consultoría, se elaboraron los informes del Diagnóstico y Análisis del Mercado de Capitales en Ecuador (en la que se incluyó una propuesta para el desarrollo del mercado, estudio de la

---

\* Exprofesor de la Universidad Católica de Guayaquil y de la ESPOL; exdelegado al Consejo Nacional de Valores por el Banco Central del Ecuador.

- 1 Lo que refleja los intereses que se afectaban con la misma y como las presiones lograron retrasarla.
- 2 Consultora Clarke & Asociados, de Chile. La consultoría fue realizada por Álvaro Clarke, exsuperintendente de Valores de Chile.
- 3 Economistas Sara Tamayo I., Ángel Saltos M. y Pablo Aguilar B. (quien fue intendente de Valores de Guayaquil).

liquidación y compensación, planteamientos para proyecto de ley de reforma al mercado de valores, entre otros).<sup>4</sup>

El 5 y 10 de junio de 2009, fue enviado a la Secretaría Jurídica de la Presidencia de la República, el proyecto de ley de mercado de valores y el proyecto de ley orgánica de creación de la Superintendencia de Valores, respectivamente. Dicha Secretaría envió el 19 de junio del 2009, los proyectos a Pedro Solines, Superintendente de Compañías. El presidente del directorio del BCE, Carlos Vallejo, remitió el 29 septiembre de 2009, a dicha autoridad, la segunda versión del proyecto, que incluía algunas observaciones y planteamientos de los actores del mercado<sup>5</sup> y, a su vez, el 30 de septiembre del mismo año, dicho Superintendente lo remitió a los miembros del Consejo Nacional de Valores (CNV),<sup>6</sup> para su revisión.

El proyecto del BCE, partió de un diagnóstico de los problemas estructurales y coyunturales del mercado de valores (Rosero, 2010). Para tratar de enfrentarlos, se elaboró la reforma, con la finalidad de impulsar su desarrollo, en el cual se plantearon algunos aspectos innovadores como: nuevos principios rectores del mercado (protección de la fe pública y del inversionista, gobierno corporativo, cumplimiento de estándares internacionales, etcétera), la conversión de las bolsas en sociedades anónimas y unificación de estas, el Depósito Centralizado de Valores-DCV (que separa uno para custodia y una cámara de compensación y liquidación a cargo del BCE), introduce nuevos títulos valores, defensor del inversionista, creación de un nuevo ente regulador y la Superintendencia de Valores (supervisor), entre otros.<sup>7</sup> Dicho proyecto, afectaba los intereses y el *estatus quo* del mercado de valores, lo que trajo la oposición principalmente de la Bolsa de Valores de Guayaquil, por razones que se detallan más adelante.

---

4 Para la elaboración del proyecto de ley se contrató a un estudio jurídico. La consultoría y el proceso de divulgación, socialización y discusión del proyecto se realizó con la cooperación técnica de la CAF. Además, se realizaron visitas de observación de las experiencias en el mercado de valores en España y países latinoamericanos, así como, la asistencia a reuniones de expertos internacionales en el tema.

5 En el proceso de recabar comentarios al proyecto y en su socialización, se recibieron propuestas de la Asociación de Casas de Valores (de propiedad de bancos y las de capital no financiero), Asociación de Administradoras de Fondos y Fideicomisos (presidente Ricardo Rivadeneira, exmiembro del directorio del BG y actual presidente de la BVG), bolsas de valores y otros.

6 El CNV estaba integrado por funcionarios públicos y miembros del sector privado. Era presidido por el Superintendente de Compañías. En esa fecha, el Ec. Diego Borja (en ese entonces Ministro Coordinador de la Política Económica) y la Ing. Gloria Sabando, eran integrantes del CNV por el sector público. Ejercía el cargo de Intendente de Mercado de Valores de Guayaquil (E) Carlos Murillo junto al Intendente de Quito, eran invitados a las sesiones del CNV para el tratamiento del proyecto de ley.

7 Un resumen de la reforma puede consultarse en una entrevista al suscrito, que se publicó en la revista *Ekos*, N° 184 (agosto 2009).

El proyecto original del BCE fue revisado por las Intendencias de Valores, que dio lugar a un segundo proyecto con los cambios introducidos por éstas, tratado en el CNV, después de un largo proceso de discusión y análisis. En Rosero (2010), se detallan los objetivos de corto, mediano y largo plazo de la reforma que se elaboraron como parte del proyecto del BCE y los aspectos fundamentales del segundo proyecto, reformulado por el CNV, que se concluyó en julio de 2010 (Ídem, 2010).

Con el nombramiento de Katiuska King, el 6 de abril de 2010,<sup>8</sup> como Ministra Coordinadora de la Política Económica (MCPE), se reelaboró la reforma del segundo proyecto, y se presentó el tercer proyecto de ley. Dicho Ministerio, lo publicó en su página web en el documento “La nueva arquitectura financiera nacional”. Se entregó a la Presidencia de la República en enero de 2011, y se realizó un proceso de difusión del mismo. En Rosero (2011), se analiza los principales aspectos de la reforma del MCPE.<sup>9</sup>

La ministra King, renuncia el 26 de octubre de 2011, sin que pueda enviar el proyecto de ley a la Asamblea.<sup>10</sup> Finalmente, la Superintendencia de Compañías (SC),<sup>11</sup> a cargo de Suad Manssur, retoma el mismo y elabora un informe en febrero de 2011, planteando algunos cambios al proyecto del MCPE.

Siendo Jeannette Sánchez,<sup>12</sup> Ministra Coordinadora de Política Económica, en abril de 2013, el Ejecutivo envía a la Asamblea el proyecto de ley para el Fortalecimiento del Sector Societario y Bursátil, que contenía la reforma al mercado de valores, distinta al proyecto original del BCE, que se publica como Ley en mayo de 2014, en el Registro Oficial N° 249. Después de unos meses, el 12 de septiembre de 2014, se expide el Código Monetario Financiero en el Registro Oficial N° 332, Segundo Suplemento, que modifica la Ley señalada, cambiando el organismo regulador del mercado de valores.

8 En esa semana, fue nombrado presidente del directorio del BCE Diego Borja.

9 Ver: “La reforma al Mercado de valores (I)”. En *Ecuador Debate*, N° 83.

10 Los primeros días de noviembre de 2011, se nombra su reemplazo y asume Jeannette Sánchez.

11 Ver Rosero (2011), donde se detallan los cambios propuestos al proyecto por la SC.

12 Sánchez reemplazó a Pedro Delgado como presidente del directorio del BCE, por su renuncia, y asume dicho cargo el 20 de diciembre de 2012.

## La creación del depósito centralizado de valores del Banco Central y el conflicto generado por su autorización

En el citado informe de Análisis del Mercado de Capitales en Ecuador, se estudió la experiencia internacional de la liquidación y compensación en el mercado de valores, señalándose que una de las causas de la falta de integración y desarrollo del mercado ecuatoriano, son los inadecuados sistemas de liquidación y compensación de valores y recomienda que dichas funciones las realice el BCE, siguiendo las recomendaciones y prácticas más aceptadas a nivel internacional. En base a dicha sugerencia y para mejorar esos sistemas, el Banco Central del Ecuador, decidió crear el Depósito Centralizado de Valores del Banco Central (DCV-BCE), en el marco de la cooperación técnica de la CAF-BCE. Para tal efecto, se contrató una consultoría para que elabore dicho proyecto, que integre las experiencias y estándares internacionales aplicables para un adecuado funcionamiento eficiente y técnico del mismo.<sup>13</sup>

La compensación y liquidación de valores es un sistema parecido a la Cámara de Compensación de Cheques del BCE, se diferencia en que el Depósito Centralizado de Valores (DCV), se encarga de la custodia, liquidación de títulos valores entre los inversionistas y emisores, además procede a la compensación de dicha operación con los intermediarios de valores. Conjuntamente administra los derechos patrimoniales, que consiste en que el DCV cobra el capital y el rendimiento acreditándolo a la cuenta del inversionista y, a su vez, se encarga de devolver el título valor al emisor, operaciones que implican importantes riesgos.<sup>14</sup> En el folleto explicativo del BCE sobre su DCV, se señala que presta “la custodia, conservación, desmaterialización, registro de transferencias, compensación y liquidación de valores que se negocian en el mercado bursátil y extrabursátil; a través de un sistema informático de alta seguridad, mediante anotaciones en cuenta y basado en estándares internacionales”.

En la Ley de Creación de la Red de Seguridad Financiera, publicada en el Registro Oficial N° 498, del 31 de diciembre de 2008, se autorizó al BCE la creación del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores. Para el cumplimiento de esa norma y considerando el segundo informe del consultor,

---

13 El consultor nacional fue Alejandro Ruiz D.

14 Por ejemplo, el riesgo de liquidez que se presenta cuando el emisor de un valor no reciba el pago al vencimiento o el comprador de un valor no lo reciba cuando venza el plazo de entrega. Este riesgo se mitiga con el préstamo de valores. Otros riesgos son: el de crédito, del principal, de mercado, el operacional, etcétera.

de enero de 2009, el BCE procede a implementar el proyecto. Se dicta una resolución creando el DCV, se aprueba su reglamento (en marzo de 2009), se elabora el Manual de Operación, un cronograma y se conforma un equipo técnico para establecer los procedimientos, uso de tecnología y aplicación de los estándares de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), que establece 19 recomendaciones para los sistemas de liquidación y compensación de valores, entre las que se encuentran: las relacionadas con el control de riesgo para el incumplimiento de los participantes en la liquidación, gobierno corporativo, protección de los valores de los clientes.

El BCE presentó la solicitud para la autorización del funcionamiento del DCV-BCE a la Superintendencia de Compañías el 23 de abril de 2009, ésta, en mayo 19 del mismo año, realiza observaciones de la documentación anexa a esta solicitud. Previamente, el BCE comenzó a realizar pruebas de interconexión con las bolsas de valores. El 19 de marzo de 2009, la Bolsa de Valores de Quito, después de las pruebas respectivas, se interconecta con el DCV-BCE y, la SC con Resolución de 19 de junio de 2009, aprueba las normas internas contenidas en el Reglamento Interno del DCV-BCE. Sin embargo, las pruebas de interconexión con la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG),<sup>15</sup> se retrasaron por la falta de certificación de seguridad de la BVG y la poca colaboración que ésta brindó, según informe de la directora de DCV-BCE. Con estos antecedentes, el BCE solicita al Superintendente de Compañías exhorte a la BVG para que colabore con la conexión, éste remite oficio al Director General de la BVG, para que en un término de 72 horas, de facilidades para las pruebas respectivas con el DCV-BCE. Finalmente, en julio 3 de 2009, se autoriza su inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores del DCV-BCE. Las trabas de la BVG, se debían a su oposición al proyecto de ley de reforma del mercado de valores del BCE.<sup>16</sup>

Hasta la creación del DCV-BCE, había solo el DECEVALE<sup>17</sup> (privado), constituido en enero de 1994, que daba el servicio de custodia, compensación y liquidación de valores tanto para el sector privado como para sector público.<sup>18</sup> Incluso

---

15 El presidente del directorio de la BVG era Rodolfo Kronfle desde 1992 y del REDEVALE (Compañía que da servicios informáticos a la BVG).

16 Se oponía en especial el Presidente del Directorio de la BVG, porque se separaba el Depósito de Custodia del de Compensación y Liquidación, ya que estas las realizaría el BCE. Ver: *El Universo* (2009), "Ley de Valores es monopólica, según el presidente de la BVG".

17 Rodolfo Kronfle también era presidente del directorio de DECEVALE.

18 El 4 de mayo de 1999, se autorizó al DECEVALE para que preste el servicio de custodia, conservación de valores y registros en cuenta. En marzo 8 de 2004, se le facultó realizar la liquidación y compensación de valores.

la transacción de títulos públicos, incluidos los que se colocan en el mercado internacional, tenían que pasar obligatoriamente por las bolsas de valores, pero en la Ley de Creación de la Red de Seguridad Financiera, se eliminó dicho requisito. El DECEVALE, tenía sus tarifas para estas operaciones.<sup>19</sup> Al entrar a operar el DCV-BCE, con tarifas más bajas, comenzó una competencia entre estos dos depósitos, terminando con el monopolio que ejercía el sector privado.

Pero esto no solo explica la falta de colaboración para la conexión del DCV-BCE con la BVG, sino también que el DECEVALE había presentado, en febrero y octubre de 2007, una solicitud al CNV para funcionar como agencia numeradora. Dos años antes, la BVQ había presentado al CNV una solicitud para realizar la función de agencia numeradora que no existía en el Ecuador. Sin embargo, la BVG incidió para que sea el DECEVALE, el que cumpla esa función en el país. La aprobación del CNV, era un requisito para la inscripción en la Asociación de Agencias Numeradoras Nacionales (ANNA), que asigna los códigos internacionales ISIN,<sup>20</sup> para numerar los valores que son transados a nivel internacional que identifica y describe las características básicas de un título. Esta organización autorizaba una sola agencia por país.

Además, la ANNA, para aprobar la agencia numeradora, exige se cumplan con los estándares internacionales de calidad (ISO). En el segundo informe del consultor nacional, de enero 16 de 2009, sobre las operaciones del DCV privado (DECEVALE), hace algunos comentarios sobre el cumplimiento de su reglamento, que entre otros son: no existe mayores controles sobre los riesgos operativos; los estándares internacionales señalados en el literal e, son ampliados en el literal g, tampoco se cumple con tal normativa; hay bajo nivel de desarrollo tecnológico, etcétera. La IOSCO señaló en un informe del mercado de valores del país en 2005, que éste no cumple con la mayoría de los principios internacionales (Rosero, 2010). El Banco Mundial publicó un informe en el 2010,<sup>21</sup> señalando lo siguiente respecto al DECEVALE: “[...] las operaciones que actualmente se llevan a cabo a través del DECEVALE, no son procedimientos completamente automa-

---

19 Luis Álvarez y Oriana Rumbea, eran gerentes del DECEVALE en esos años.

20 La Intendencia de Mercado de Valores, en octubre de 2008, había emitido un informe favorable para autorizar al DECEVALE como agencia numeradora, con la condición de que este depósito cumpla con las exigencias de ANNA. Uno de los firmantes de ese informe es el Ing. Carlos Murillo Cabrera. En una sesión del CNV, convocada para noviembre 13 de 2008, se incluyó en el orden del día el conocimiento, análisis y resolución del informe actualizado sobre la solicitud del DECEVALE para funcionar como agencia, que posteriormente fue aprobada.

21 El informe se titula: “Assessment and observations on the payments, remittances and securities clearance and settlement systems of Ecuador”.

tizados. El DECEVALE entrega al BCE vía soportes magnéticos, el saldo neto de cada participante que se compensan a través de los sistemas del Banco Central, sin embargo no existe una conexión directa entre ellos. Este proceso semimanual aumenta el riesgo operacional. En el caso del DCV-BCE, la liquidación se realiza automáticamente y afecta a la cuenta corriente de los participantes en el BCE”.<sup>22</sup>

En el informe del BM se señala además, que las personas encargadas de la administración operativa e informática del DECEVALE, son las mismas que actúan en la BVG, con los que se incumplen normas de seguridad y control operativo, abriendo la posibilidad de que surjan conflictos de intereses que obstaculicen un buen gobierno corporativo, que fue establecido en su reglamento.<sup>23</sup> El mencionado informe del Banco Mundial, confirma lo señalado por el consultor, al mencionar que: “el DECEVALE y la BVG son de propiedad y administrados por el mismo grupo de individuos. Esto plantea el riesgo de un conflicto interno de intereses y al mismo tiempo crea una ventaja comparativa injustificable sobre la BVQ”.<sup>24</sup>

Además, había problemas de agencia en la BVG y DECEVALE (el interés del agente se sobreponía al del principal), la dispersión de la propiedad se utilizaba para incidir en las decisiones y una especie de restricción vertical que afianza el control del agente sobre el principal.<sup>25</sup> A fin de mantener los beneficios del agente, que implicaban costos de agencia, y al ser la BVG una corporación sin fines de lucro, sus excedentes los repartía entre los intermediarios de valores, mecanismo que se utilizaba para reforzar el control del agente y la reelección en los cargos directivos (Rosero, 2011). Aún más, al entrar a operar el DCV-BCE, siendo el principal accionista la BVG (50%) en el DECEVALE, ésta podía influir en las decisiones del último. Y, por otro lado, al repartirse el mercado entre el DECEVALE y DCV-BCE disminuían los excedentes tanto de la BVG como del DECEVALE, lo que reducía las posibilidades de sostener el esquema de restricción que ejercía esta bolsa y de asegurar la continuidad en sus cargos. Esto último, también era otra razón para oponerse al proyecto de reforma del mercado de valores que se elaboró en el

22 Dicha evidencia, confirma las debilidades tecnológicas que tenía el DECEVALE para realizar sus transacciones y que implican un riesgo para sus operaciones.

23 En noviembre de 2011, el Banco de Pagos Internacionales, publica las “Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores” de la IOSCO. Hay 19 recomendaciones, la 13 es sobre gobierno corporativo y la 17 sobre transparencia.

24 Esta información, se relaciona con las investigaciones de la Fiscalía y de la Superintendencia de Compañías sobre el fraude al ISSPOL, en sus inversiones en el mercado de valores.

25 Estas categorías son estudiadas por la microeconomía y la organización industrial. Ver: Jensen M. y Meckling W., (1976).

BCE. También las presiones de grupos afectados incidieron para que la reforma, en un tiempo prudente, se convirtiera en ley. Pasaron cinco años desde la presentación del proyecto del BCE, para que finalmente en 2014 se apruebe la ley.

En una publicación del Banco Internacional de Pagos,<sup>26</sup> se presenta el procedimiento de la IOSCO para la evaluación de las 19 recomendaciones de los sistemas de liquidación de valores, entre ellas está las de fiabilidad operativa, gobierno corporativo, eficiencia, entre otras, que de acuerdo a lo señalado anteriormente, el DECEVALE no ha cumplido estas recomendaciones. Tanto la BVG como el DECEVALE, en la práctica, no tenían un gobierno corporativo adecuado y observaban problemas en la eficiencia operativa.

La Ley del Mercado de Valores, vigente desde enero 24 de 2006, autoriza a que la Superintendencia de Compañías controle y supervise a las empresas, entidades y personas que intervengan en el mercado de valores y aplique las infracciones a dicha ley, a los reglamentos internos y regulaciones de las instituciones que se rigen por esta ley que incluye a las bolsas de valores, depósitos centralizados de valores y otras. Sin embargo, a pesar de los informes de organismos internacionales, sobre las debilidades tecnológicas, de gobierno corporativo y otras del DECEVALE, el organismo supervisor no tomó medidas, ni dispuso acciones correctivas para exigir un manejo eficiente y cobertura de riesgos del depósito centralizado de valores privado.

## La versión final de la reforma al mercado de valores

Después de haberse elaborado 3 proyectos de reforma, finalmente se convierte en la Ley para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (vigente desde mayo 20 de 2014), que reforma la Ley del Mercado de Valores, de la cual analizaremos sus aspectos principales.

### *i. Principios rectores*

Estos principios son importantes en la Ley, puesto que orientan la acción de los entes de control y actores del mercado. En la Ley se establece: la fe pública, protección del inversionista, aplicación de buenas prácticas corporativas, etcétera. Los dos primeros principios constaban en el proyecto de ley del BCE, pero se

---

26 Ver: Metodología para la evaluación de las “Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores” del BPI/IOSCO (2002).

excluyeron de éste: el cumplimiento de los estándares internacionales, prácticas de gobierno corporativo, supervisión normativa y de riesgos, promoción del desarrollo de los sectores productivos. Estos son fundamentales e importantes para un buen funcionamiento organizativo y operativo de los actores del mercado, otorgando confianza a los inversionistas. El último es básico para el financiamiento de dichos sectores. Los dos primeros, que se excluyeron, son claves para explicar los problemas organizativos y operativos de la BVG y del DECEVALE. Como la supervisión de riesgo, no incluida en los principios rectores, es fundamental para prevenir los diferentes riesgos que se generan en las operaciones en el mercado de valores, su ausencia explica, en parte, el fraude al ISSPOL en las inversiones en el mercado de valores.

## *ii. Regulación y supervisión*

En lo que respecta a la regulación del mercado se crea la Junta de Regulación del Mercado (JRM), integrada por dos ministros y un representante del Presidente de la República, es decir, solo con funcionarios públicos. Este organismo sustituye al Consejo Nacional de Valores (CNV), que estaba conformada por funcionarios públicos y miembros del sector privado. Con este nuevo organismo de regulación, se corrige el error de que el CNV (regulador) era presidido por el Superintendente de Compañías (supervisor). El CNV funcionó hasta el 19 de mayo de 2014, la JRM solo tuvo vigencia tres meses y medio, después este esquema de regulación cambia con la vigencia del Código Monetario Financiero (expedida en septiembre 12 de 2014), que crea la Junta de Política y Regulación Monetaria Financiera (JPRMF), que sustituye como regulador a la JRM. La práctica, en el mercado de valores, mostró que la JPRMF se convirtió en un regulador fuerte.

En cuanto a la supervisión, se mantiene la Superintendencia de Compañías y se le agrega el componente de Valores (SCV). En el proyecto del BCE, se proponía la Superintendencia de Valores (SV). La Ley le da nuevas potestades a la SCV como intervenciones, inspecciones, investigar de oficio o a petición de parte, aplicar sanciones por infracciones a ésta, se le agrega autorizar el funcionamiento de la sociedad proveedora y administradora del Sistema Único Bursátil, aprobar las normas de autorregulación de las bolsas de valores, requerir información a personas naturales o jurídicas, recibir la versión de personas que puedan esclarecer hechos en inspecciones e investigaciones y, entregar información a autoridades nacionales o extranjeras recada en su función de vigilancia y control.

La Superintendencia de Compañías y Valores, demostró que su supervisión era débil, limitada y con escasa autoridad, por lo cual, la propuesta de crear la SV fue para establecer una institucionalidad fuerte, especializada, con fortaleza y autoridad. La no recuperación del capital y rendimientos de las inversiones en el mercado de valores, como sucedió con algunas instituciones públicas, dan sustento a tal propuesta. La ausencia de estas características se hizo evidente en el fraude al ISSPOL pues, a pesar de las mayores potestades que dio la Ley a la SCV, se realizaron inversiones en bonos soberanos, con HYBF, empresa de Jorge Chérrez, transacción que pasó por la BVG a fines de diciembre de 2015,<sup>27</sup> de las cuales el ISSPOL aún no recupera el capital ni sus rendimientos.

Una fuerte institucionalidad de regulación y supervisión, es un requisito necesario para el aumento de la confianza y seguridad del inversionista. En el proyecto de ley del BCE se incluyó la intervención como una función más de la SV.

### *iii. Bolsas de Valores*

En la Ley de Mercado de Valores, vigente desde julio 23 de 1998 y codificada en 2006, se les otorgó a las bolsas de valores, en su composición jurídica, la naturaleza de corporaciones sin fines de lucro. La Ley, acogiendo lo propuesto en el proyecto del BCE, señala que se constituirán como sociedades anónimas. Además, se establece que los accionistas no podrán acumular más del 5% del capital, tal como se proponía en el proyecto del BCE. Se estipula la prohibición de que los grupos financieros y las entidades vinculadas directa e indirectamente a estos, no podrán ser accionistas de las bolsas de valores, ni formar parte de su directorio. Pero en julio de 2012, en la Ley de Control de Poder de Mercado, se les prohibió a los bancos tener casas de valores y compañías de seguro, esto se incluyó porque los bancos que tenían casas de valores y administradoras de fondos, podían controlar el directorio de las bolsas e imponer sus intereses y, por otro lado, utilizar el mercado de valores como mecanismo de liquidez (Rosero, 2012). Pero la razón principal, fue que los grupos financieros utilizaban al mercado de valores como una fuente de fondeo para sus operaciones financieras, limitando que el mercado de valores cumpla con la función de trasladar ahorro a la inversión de mediano y largo plazo.

En el país, existen dos bolsas de valores (BVQ y BVG), y tenían plataformas informáticas diferentes que causaban problemas de comunicación entre estas, lo cual provocaba dificultades para las transacciones entre intermediarios. Para sub-

---

<sup>27</sup> Según información de *El Comercio* (2021).

sanar este problema, el CNV dictó Resolución CNV-008-2009, de noviembre 18 de 2009, otorgando una prórroga de 90 días para la unificación de los sistemas transaccionales de las bolsas. Pasó más de un año y no se cumplía con esta Resolución, lo que muestra la debilidad del supervisor del mercado de valores para hacer cumplir las regulaciones que dictaba el CNV. El problema de fondo era que existía un mercado de valores segmentado, dos mercados pequeños y locales, y no existía un mismo precio para el título ofertado y además la liquidez estaba segmentada entre estos dos mercados.

Para superar esta segmentación, la Ley establece un sistema único bursátil para una plataforma informática, que permita la transacción de títulos en el mercado de valores y además establece como una de las obligaciones de las bolsas, la contratación de la sociedad proveedora y administradora del sistema único bursátil. Se trata de incentivar la formación de un mercado de valores nacional en el que se establezca un solo precio para un título.

A más de sistemas transaccionales distintos, las bolsas observaban problemas de innovación tecnológica, incumplimiento de los estándares internacionales, costos transaccionales elevados por no disponer de economías de escala, carencia de gobierno corporativo, falta de transparencia, constitución legal como corporaciones sin fines de lucro que no les permitía reinvertir utilidades, lo cual no incentiva la innovación tecnológica, etcétera. La Ley buscaba que las bolsas resuelvan algunos de estos problemas.

#### *iv. Nuevos títulos o mecanismos e incentivos para pequeños inversionistas*

En la Ley se establece en los Fondos de Inversión otra clase como los Fondos Cotizados (FC), que se agregan a los Fondos Administrados (hay varios aportantes que pueden ingresar o retirarse) y los Fondos Colectivos (para invertir en valores de proyectos productivos). Los FC solo podrán invertir en valores admitidos a cotización bursátil. Esto abre una nueva línea de transacciones en títulos, ampliando las posibilidades de emisión e inversión.

En la emisión de obligaciones, se agrega las sindicadas, que son títulos en las cuales participan dos o más emisores. Esto abre un nuevo valor que amplía la oferta bursátil e incentiva la demanda de los inversionistas para diversificar su portafolio.

En cuanto a la titularización, se agregan otras clases: como el de cartera, de proyectos inmobiliarios, de derechos existentes o de proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables y de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas.

Todos los tipos de titularización citados, excepto el último, constaban en el proyecto del BCE. Estos valores ampliaron las posibilidades de inversiones en los mismos y de promover financiamiento de proyectos productivos, comerciales y de otros sectores.

En la Ley se crea el Registro Especial Bursátil, en el que se negociaran títulos de pequeñas y medianas empresas (Pymes), así como, de las organizaciones de economía popular y solidaria, que tendrá una regulación diferenciada dictada por la JRM.<sup>28</sup> La Ley señala, que esta disposición, fue generada con la finalidad de desarrollar el mercado de valores y ampliar el número de emisores. Este nuevo mecanismo, ha posibilitado que cooperativas de ahorro y crédito puedan realizar emisiones, con lo que se ha ampliado la oferta bursátil y la demanda de ésta.

#### *v. Banca de Inversión*

A fin de impulsar la inversión en el mercado de valores, se crea la figura de Banca de Inversión, cuyas funciones principales según la Ley, es actuar como estructurador, impulsador y promotor de proyectos de inversión y financiamiento público como privados y ser hacedor de mercado. Se autorizó a realizar la función de banca de Inversión a las casas de valores y al BIESS, mientras que a la CFN se le asignó el papel de hacedor de mercado. Sin embargo, a pesar de que esta figura la previó la Ley para dinamizar el mercado, ésta quedó en el papel. Ni las casas de valores, tampoco el BIESS, aplicaron esta nueva función.

#### *vi. Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores (DCCLV)*

La Ley establece que los DCCLV, pueden ser privados y públicos. Se aclaran sus funciones señalándose que podrán recibir en depósito valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores, custodia, liquidación, registro de transferencias y cámara de compensación de valores. El incumplimiento de las disposiciones, contenidas en la Ley, será comunicada por los DCCLV a la Superintendencia de Compañías y Valores (SCV), en un término de cinco días. Se autoriza la desmaterialización de valores y ser agente pagador de éstas, mantener cuentas en otros

---

28 En el proyecto de ley de mercado de valores del MCPE, planteaba la creación de los Mercados Alternativos Bursátiles (MAB) y Mercados Alternativos Públicos (MAP). En el primero, podían invertir las Pymes y en el segundo, entidades de la economía popular y solidaria. Ambas figuras fueron tomadas de Ley de Valores de España.

depósitos de compensación y liquidación del país o del exterior, previa autorización de la SCV y prestar los servicios de agencia numeradoras, según normas de la JRV, cuando se expidió el Código Monetario Financiero pasó a ser la JPRMF el ente regulador.

En el incumplimiento de las disposiciones de esta Ley, es importante el fraude al ISSPOL en el mercado de valores, ya que supuestamente los bonos internacionales emitidos por el Gobierno nacional, no estaban inscritos en el Registro de Mercado de Valores, negociados por las empresas de Chérrez, sin embargo, estaban depositados en el DECEVALE y, por otro lado, la de tener cuenta en otros DCV se relaciona con Chérrez, ya que según informes, este último firmó un contrato con el DECEVALE.

La Ley establece la reforma del Artículo 73, de la Ley de Mercado de Valores, en el Capítulo de la Compensación y Liquidación, especificando que: “en consecuencia, los procesos de compensación y liquidación de las operaciones en las cuales participe como comprador una institución del sector público [...] se efectuarán, por el lado de la compra [...] y [...] cuando participe como vendedor una institución del sector público, se efectuarán por el lado de la venta, a través de un depósito de compensación y valores pertenecientes al sector público”. Además, se especifica “los procesos de compensación y liquidación de las operaciones de una persona natural o jurídica del sector privado [...] se podrán efectuar a través de un depósito de compensación y liquidación de valores público o privado”. En otras palabras, las operaciones de valores, en el que se participe en la compra y venta de un título, entidades del sector público, serán realizadas exclusivamente por un DCCLV perteneciente al mismo sector, es decir, hasta el momento, por el del BCE. Pero además, el DCCLV del BCE, le estaba facultado realizar la compensación y liquidación de títulos de privados. Esta propuesta, está incluida en el proyecto de reforma del BCE. Esto confirma porque Rodolfo Kronfle, presidente del directorio de la BVG, se oponía al proyecto del BCE, ya que dicha facultad le restaba negocios al DECEVALE.

Por otro lado, la Ley establece que estos depósitos deben implementar los mecanismos para el manejo de riesgo de crédito, de liquidez, operacional, legal y sistémico, así como, una garantía para el cumplimiento de las obligaciones de pago y transferencias de valores en las operaciones de liquidación y compensación. Algunos de estos mecanismos y garantía, no los disponía el DECEVALE, cuando el BCE presentó su proyecto que cumplía con las recomendaciones de la IOSCO, o sea los estándares internacionales.

Además, la Ley establece la entidad de Contraparte Central, que tiene como objeto mitigar los riesgos de incumplimiento de las obligaciones de efectivo y de instrumentos financieros derivados que se negocien en el mercado de valores. En el proyecto del BCE, se estableció el principio de firmeza y el Fondo de Garantía para cubrir el riesgo de liquidez.

En consecuencia, solamente a partir de la expedición de la Ley, se establecieron las normas para el riesgo y se autorizó la creación de la entidad de Contraparte Central, con la cual se daba cobertura de riesgo. Por otro lado, con la expedición de la Ley, se empiezan a cumplir los estándares internacionales para compensación y liquidación de valores, que no estaban establecidos en la Ley de Mercado de Valores. Por ello, es que en el proyecto del BCE se planteaba, como uno de los principios rectores del mercado, el cumplimiento de los estándares internacionales y que fue excluido en la presente Ley.

### *vii. Conflictos de interés*

En la Ley de Mercado de Valores, no existía un acápite sobre los conflictos de interés. Con la nueva Ley, se crea y establece que esta problemática es muy importante para los actores del mercado de valores. Se incluye la definición, las obligaciones de los participantes del mercado, independencia de la administración, revelación, presunción y procedimientos para prevenir y resolver conflictos de interés. En la nueva Ley, solo se menciona que, para prevenir y resolver conflictos de interés, las entidades reguladas deben prever normas internas o de autorregulación para tal efecto. Sin embargo, en el proyecto de ley del BCE, la definición es diferente y para evitar conflictos de interés, se planteaba que, entre otros aspectos, los directivos y funcionarios del órgano regulador del mercado de valores, Superintendencia de Valores y bolsas de valores, no podrán ejercer funciones similares en los intermediarios de valores, entidades de apoyo y otras entidades participantes en el mercado de valores. Esta exclusión, es clave y explica, en buena medida, los conflictos de interés que había en la BVG y el DECEVALE, que ya lo había advertido muchos años atrás, el Banco Mundial, Casas de Valores y la BVG.

### *viii. Oferta Pública de Adquisición*

En la Ley de Mercado de Valores, no existía un acápite para la Oferta Pública de Adquisición (OPA), con la nueva Ley, se estableció esta figura que se genera

cuando una compra de acciones de una empresa, posibilita tomar el control de otra, determinando así, las decisiones en la dirección de la compañía adquirida. Con esta figura, se establece el procedimiento, obligación de información, restricciones, irrevocabilidad y garantía en el lanzamiento de una oferta pública de una OPA. Al no existir esta norma, la OPA se regía por regulaciones o autorizaciones del supervisor, lo que facilitaba la adquisición de las acciones de una empresa, para lo cual se requería una simple autorización de las autoridades de control y una publicación en los diarios.

### *ix. Temas no incluidos en la Ley*

Del proyecto de ley del BCE, entre los temas más importantes, se excluyeron en la nueva Ley, la creación de la Superintendencia de Valores y el Defensor del Inversionista, que son dos elementos muy importantes para la seguridad del inversionista. La primera, porque se establecía un supervisor con fortaleza, autoridad y capacidad técnica que, aplicando una supervisión de riesgos, advierta y establezca los mecanismos para la cobertura de los riesgos del mercado y exija una eficiente operatividad de los intermediarios de valores, que vele por el buen funcionamiento del mercado de valores. El defensor del inversionista, tenía como función proteger los intereses del inversionista y asesorarlo si ocurriera una infracción a la Ley de Mercado de Valores.

Del proyecto del MCPE, no se incluyó en la nueva Ley Los Clubes de Inversión, que permitían a pequeños ahorradores o gremios (empleados, funcionarios, profesionales, profesores, entre otros), establecer un fondo de inversión con el que cualquier ciudadano pueda invertir en títulos y obtener un rendimiento, con lo cual se democratizaría el mercado de valores.

## Evaluación de riesgos en las bolsas de valores

La Junta de Política y Regulación Monetaria Financiera, dictó el 9 noviembre de 2016, la Regulación 295-2016-V, para la evaluación de los riesgos de las bolsas de valores. La norma dictamina que deben analizarse los riesgos operativos, tecnológicos, de gestión, estructura organizacional, gestión de riesgos en la administración, condición financiera y viabilidad del negocio. Se establece que esta evaluación, es un requisito de cumplimiento permanente para la prestación de servicios. Esta debe ser realizada por una compañía calificadoras de riesgos. Los

criterios que debe observar la evaluación son el entorno operacional, perfil de la compañía, administración y estrategia, perfil financiero y gestión de riesgos. En este último, se incluyen cuatro aspectos, siendo el primero las políticas y mecanismos de gestión de riesgos de crédito, de mercado, operacionales, tecnológicos, legales y reputacionales.

En cuanto al riesgo legal, la norma lo define como la posibilidad de pérdida en que incurre la bolsa de valores, al ser sancionada u obligada a indemnizar daños como resultado del incumplimiento de normas, regulaciones u obligaciones contractuales; así como, en consecuencia, de las fallas en los contratos y operaciones, derivadas de actuaciones malintencionadas, negligencia o actos involuntarios que afectan la formalización o ejecución de contratos u operaciones.

La norma, en su Artículo 9, estipula que la evaluación de riesgos debe realizarse anualmente y dispone que debe difundirse estableciendo que: “las compañías calificadoras deberán informar cualquier evaluación otorgada así como sus revisiones periódicas o extraordinarias a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, a las bolsas de valores, así como, publicarla en su página web de manera simultánea. Esta obligación se cumplirá dentro del término de ocho días siguientes a la sesión del comité en donde se haya aprobado la respectiva evaluación”.

Esta norma es muy importante para identificar y gestionar los riesgos de las bolsas de valores. El organismo regulador estableció la norma con carácter prudencial y preventivo. Pero la misma es fundamental para analizar el caso del fraude al ISSPOL, que incluye las inversiones realizadas con bonos soberanos y emisiones internas. En la primera, como se ha señalado, se realizó, a fines de diciembre de 2015, una transacción de HYBF con el ISSPOL, que pasó por la BVG, de la cual, dicho Instituto, no recupera capital y rendimientos. Pero también están las inversiones en títulos nacionales que realizó el ISSPOL y que se transaron en la BVG. Al parecer, no se observó la norma de riesgo señalada o la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros no la hizo cumplir. En las páginas web de la BVG, BVQ y Superintendencia de Compañías, no aparece la información disponible para el público, sobre la evaluación de riesgos de la bolsa.

## Conclusiones

La reforma de valores, en el país, surgió de un largo proceso. Se elaboraron tres proyectos de reforma: BCE (2009), MCPE (2011) y CNV (2014). Finalmente, con la publicación de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del

Sector Societario y Bursátil, expedida en mayo 24 de 2014, se tiene la versión final de la reforma que toma elementos de los dos proyectos y del CNV.

El objetivo de la reforma, fue dinamizar el mercado de valores que estaba estancado. Así en 2009, las transacciones en ese mercado representaban apenas el 10% del PIB y en el periodo 2010-2014 el promedio anual de dichas transacciones fue 5.5% del PIB (Vásquez et al., 2020).

Para lograr este objetivo, en resumen, la Ley estipuló:

- a. Mayor poder de regulación y supervisión: se crea la Junta de Regulación del Mercado que funcionó hasta que se expidió el Código Monetario Financiero, en septiembre 12 de 2014, la cual es sustituida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera como ente regulador. A la Superintendencia de Compañías y Valores, se le otorgó mayores potestades para fortalecer en la supervisión.
- b. Se obligó a la modernización de las bolsas de valores: su constitución jurídica como sociedades anónimas, contribuiría a la reinversión de utilidades para la actualización tecnológica; se prohibió la participación de los bancos en el directorio de la bolsa y se unificó la plataforma informática para establecer un solo sistema transaccional (con el Sistema Único Bursátil).
- c. Ampliación de la Oferta de Valores: con nuevos títulos como los Fondos de Inversión Cotizados, emisión de obligaciones, nuevas clases de titularización y el Registro Especial Bursátil, para transacciones de las Pymes y organizaciones de la economía popular y solidaria.
- d. Nuevos mecanismos de inversión: se creó la banca de inversión autorizando a las casas de valores y al BIESS para que cumplan con esta función.
- e. Se creó, antes de la Ley, el Depósito Centralizado de Valores del BCE (2009) y, se establecieron los mecanismos para mitigar riesgos en la compensación y liquidación de valores con la Contraparte Central, que permite cumplir con los estándares internacionales.
- f. Se incluye en la Ley los conflictos de interés, pero con criterios generales y limitados.
- g. Se establece un acápite sobre la Oferta Pública de Adquisición para normar y establecer procedimientos para la toma de control de una empresa por otra. En la Ley de Mercado de Valores, no existía esta figura.

- h. Se incluyeron en la Ley principios rectores que antes no existían, pero se excluyeron el cumplimiento de estándares internacionales, gobierno corporativo y supervisión normativa y de riesgos.

Después de cinco años de vigencia de la Ley, la reforma no incentivó el desarrollo del mercado de valores si se observan las cifras de las transacciones en dicho mercado en relación al PIB. En efecto, en el periodo 2015-2019, el promedio anual de éstas solo llegó al 7.1% (Vásquez et al., 2020). Respecto a los cambios estipulados en la reforma, hay algunos factores que explicarían tal comportamiento:

- Si bien se instituyó un regulador fuerte con la JPRMF, a pesar de que a la Superintendencia de Compañías y Valores le otorgaron más potestades y capacidad de intervención, en la práctica mostró ser un supervisor débil y con poca agilidad para atender las infracciones en el mercado. Así, a fines de 2015, no detectó las irregularidades en las transacciones que realizó la empresa HYBF de Jorge Chérrez, con bonos soberanos que negoció con el ISSPOL y que pasó por la BVG. No tomó acciones inmediatas con Delcorp y Ecuagran, por el no pago de capital y rendimientos en emisión de obligaciones y las relacionadas con facturas comerciales, en las que también invirtieron el BIESS, CFN y el Fondo de Cesantía del Ministerio de Educación. A estas empresas se les autoriza, en 2019, nuevas emisiones cuando no habían pagado las de 2018.
- A pesar de que se obligó a las bolsas, sobre todo de la BVG, a constituirse en sociedades anónimas para incentivar la innovación tecnológica, se estipuló que debía unificar la plataforma transaccional y a cumplir con estándares internacionales, sin embargo, las debilidades tecnológicas continuaron y no se aplicaron estos estándares.<sup>29</sup> Más aún habría indicios de captura regulatoria del CNV, pues dictó una resolución para que la BVG unifique dicha plataforma y pasó más de un año para que se cumpliera tal dictamen.
- No existía un gobierno corporativo en la BVG y DECEVALE, lo que generó conflictos de intereses, problemas en los mecanismos de agencia, dispersión de la propiedad representada en el directorio y restricción vertical, lo que ha permitido la reelección del Presidente del Directorio de la BVG y que éste se mantuviera en ese cargo por 30 años y en un periodo menor, como Presidente del Directorio de DECEVALE.

---

<sup>29</sup> En Rosero (2010), se señalan algunos indicios del no cumplimiento de los estándares internacionales, desde 2005.

- Había un conflicto entre interés general (el desarrollo del mercado de valores), y el interés particular (de la BVG), que limitaron la posibilidad de incentivar y desarrollar el mercado de valores, pese a las nuevas herramientas que dispuso la Ley.
- El fraude al ISSPOL se generó por la carencia de gobierno corporativo, tanto en la BVG como en el DECEVALE, así como, por conflictos de intereses entre BVG y Superintendencia de Compañías, el DECEVALE y casas de valores.
- El fraude al ISSPOL, afectó la confianza en el DECEVALE, como depósito centralizado de valores, así como en mercado de valores de Guayaquil, porque los inversionistas no creían que era seguro realizar transacciones en este DCV.
- Dada la concentración del mercado en títulos tradicionales de corto plazo y el escaso incentivo, las obligaciones sindicadas y nuevas clases de titularizaciones no fueron atractivas para los inversionistas.
- Si funcionó el Registro Especial Bursátil, pues se realizaron emisiones de obligaciones por Pymes y organizaciones de la economía popular y solidaria.
- La banca de inversión no funcionó por los problemas de organización y financieros del BIESS, las casas de valores la consideraron riesgosa.
- El BIESS, siendo el mayor inversionista en el mercado de valores, fue disminuyendo su participación en éste por problemas de liquidez y financieros.
- Carencia de un mercado secundario.
- La CFN fue disminuyendo su papel de hacedor de mercado por sus problemas financieros, en especial de liquidez.
- La información de la evaluación sobre el riesgo de las bolsas de valores, no está disponible para el público por lo que no se sabe si se realizó o no. Este dato es importante, porque dicha evaluación es fundamental para que los intermediarios financieros decidan realizar las transacciones de títulos en cualquiera de las dos bolsas, pues si hay más riesgo en una bolsa eso lleva a tomar la decisión de realizar la operación en la que tenga menor riesgo.

Hay otros factores que explicaría este comportamiento:

El sistema financiero, mantenía una gran participación en el mercado utilizando sus casas de valores, administradoras de fondos, etcétera, pero sus transacciones en el mercado de valores, servían más como una fuente de fondeo para sus operaciones de intermediación financiera. Por ello, la Junta Bancaria dictó una

resolución excluyendo la participación de los bancos en el mercado de valores y en la Ley se prohibió la participación en el capital de la bolsa de valores, norma que después se instituyó en la Ley de Control de Poder de Mercado.

La participación de los principales inversionistas institucionales públicos (BIESS, CFN), disminuyó la compra de títulos, con lo que la demanda de estos cayó, influyendo en un menor dinamismo del mercado.

El nulo crecimiento económico en 2015, la contracción de 2016, el bajo crecimiento de los dos años siguientes, la pandemia de 2019 y sus consecuencias, condujo a un nulo crecimiento en ese año y una contracción muy fuerte en 2020.

El actual gobierno de Lasso, aprovechando los problemas en el mercado de valores, busca aprobar una ley de atracción de capitales, para lo cual debe fortalecerse el mercado de valores y los custodios de títulos con plataformas tecnológicas internacionales, una comisión de valores que consta en la renegociación del convenio con el FMI.

## Bibliografía

Jensen, Michael y Meckling, William

1976. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". En *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue 4.

Rosero, Luis

2012. "Los límites a los bancos y banqueros". En *El Telégrafo*. Recuperado de: <https://n9.cl/3z58a>.

---

2011. "La reforma al Mercado de valores (I)". En *Ecuador Debate*, N° 83. CAAP. Quito.

---

2010. "El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: una aproximación". En *Ecuador Debate*, N° 80 CAAP. Quito.

---

2009. "Nuevas Reglas". En *Revista Ekos*, N° 184 (edición especial).

Vásquez, Fabricio; Muñoz, Hilda y Ortega, Wendy

2020. "El mercado de capitales y su impacto en la economía Ecuatoriana en el período 2001- 2019". En *ECA/Sinergia*, Vol. 11, N° 3. DOI: <https://n9.cl/08ih6>.

## Recursos Digitales

### Banco Mundial

2010. “Assessment and observations on the payments, remittances and securities clearance and settlement systems of Ecuador”.

### BIS/ IOSCO

2007. Metodología para la evaluación de las “Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores”. Recuperado de: <https://n9.cl/veo97>.

### El Comercio

2021. “El Ispol convocó a Jorge Chérrez a una mesa técnica para buscar una solución al lío de las inversiones”. Recuperado de: <https://n9.cl/az6n2>.

### El Universo

2009. “Ley de Valores es monopólica, según el presidente de la BVG”. Recuperado de: <https://n9.cl/68ft9>.

## Documentos

Proyecto de ley de reforma del mercado de valores del BCE.

Proyecto de ley de reforma del mercado de valores del MCPE.