

# Propuesta de reformas al mercado de valores ecuatoriano

## Proposed amendments to the securities exchange on Ecuador

Juan Isaac Lovato Saltos

Fecha

### Resumen:

El mercado de valores ha tenido históricamente un peso significativamente inferior al mercado financiero nacional. Ante esta realidad, surge la necesidad de impulsar mediante reforma normativa un esquema legal que efectivamente cumpla con el objetivo de potenciar el mismo, como un espacio de trascendental importancia para la interacción de actores económicos y el consiguiente impulso a la actividad productiva. En este marco, cabe indicar cuáles son los cambios que se sugieren respecto de la institucionalidad actual, los actores intervinientes en el mercado de valores, la inclusión de oferentes de menor envergadura, los diversos títulos comercializables, la transparencia, requisitos y garantías indispensables, entre otros.

### Abstract

Historically, the stock market has had a significantly lower weight than the national financial market. Given this reality, it appears the need to push through regulatory reform a legal scheme that effectively achieves the objective of enhancing the stock market as an area of significant importance for the interaction of economic actors and the consequent emphasis on productive activity. In this context, it is important to show which are the suggested changes for the current system, actors involved in the stock market, inclusion of smaller suppliers, various marketable securities, transparency, requirements and essential guarantees, among others aspects.

### Sumario:

**1.** Introducción. **2.** El Mercado de Valores Ecuatoriano. **3.** Cambios Propuestos para el nuevo esquema del Mercado de Valores ecuatoriano. **4.** Conclusiones y recomendaciones

## 1. Introducción

Una vez que ya han transcurrido varios años desde la vigencia de la primera Ley de Mercado de Valores en el Ecuador, publicada en el Suplemento del Registro Oficial del 28 de mayo de 1993, así como de la segunda de estas normas publicada el Registro Oficial No. 367 del 23 de julio de 1998, contamos con un mercado que presenta características propias. Desgraciadamente, desde mi punto de vista, estas características no están alineadas con el propósito del legislador ni de la naturaleza del mismo mercado de valores de ser utilizado en su máximo potencial en el contexto de la economía nacional, por sus actores habituales o incluso por los ciudadanos en general. Desde la primera Ley de Mercado de Valores de 1993 ya indicada se percibía lo que manifiesto. Por esta razón tenemos que en su primer considerando decía:

“Que una eficiente utilización de los instrumentos financieros en el mercado de valores permite una mejor canalización del ahorro, lo que fortalece el sector productivo, con la consiguiente generación de empleo e incremento en la producción de bienes y servicios;” Y para ser más precisos en la orientación que se pretendió otorgar a nuestro mercado revisemos lo mencionado en el segundo inciso de esta inicial ley de valores que decía: “Que es necesario precautelar los intereses de los inversionistas en valores, democratizar la participación en el capital social de las empresas y velar por un mercado de valores autosostenido, eficiente, organizado, integrado y transparente;”

Posteriormente, el segundo inciso de la segunda Ley de Mercado de Valores del Ecuador indica:

“Que la experiencia adquirida en su aplicación y el desarrollo del mercado de valores hacen necesario profundizar, actualizar y sustituir sus normas para facilitar el cumplimiento de los objetivos para los cuales fue expedida”.

Hay que mencionar que luego de pocos años del primer texto normativo es que ameritó la necesidad de modificarlo para incluir nuevas figuras o reforzar las existentes. En la actualidad ese esfuerzo ya se ha visto superado y amerita de nuevo cambios de fondo los cuales para que sean permanentes en el tiempo y de cumplimiento obligatorio deben necesariamente constar en un cuerpo legal expreso.

## **2. El Mercado de Valores Ecuatoriano**

El mercado de valores en nuestro país nació atado a la creación de las bolsas de valores de Quito y de Guayaquil, una vez publicada la ley No. 111 en el Registro Oficial No. 144 de 26 de marzo de 1969. Sin embargo, no es sino desde que se promulgaron las dos Leyes de Mercado de valores ya indicadas que se institucionalizó nuestro mercado de valores definiendo claramente a los tipos de mercados, incluyendo a intermediarios profesionales personas jurídicas para que se proteja al inversor con la presencia de casas de valores bajo la figura de sociedades anónimas y ante todo definiendo los tipos de operaciones que se pueden realizar con valores de: renta variable, renta fija y los nacidos producto de los procesos de titularización.

Desde entonces es importante mencionar que las principales empresas y bancos del Ecuador o entre los más destacados a nivel nacional constan como emisores de valores desde hace algunos años. Estos emisores han sido a través de sus cabezas y principales accionistas o socios quienes superaron barreras de: conocimiento, estructurales e incluso culturales en un país como el nuestro donde prevalece como célula societaria la empresa familiar, el financiamiento bancario y la inversión de corto plazo, para participar en un mercado en el cual se abre los capitales o se busca financiamiento públicamente a través de emisiones y venta de acciones o valores de contenido crediticio o representativos de deuda.

Así tenemos claramente establecido que:

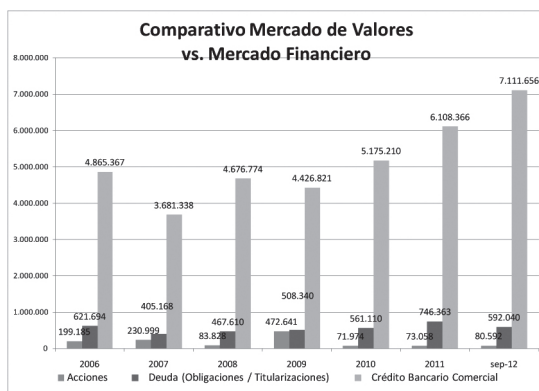
“La función principal de todo sistema financiero es la de promover la

canalización del ahorro hacia la inversión en un entorno de incertidumbre derivada de los diferentes tipos de riesgos asociados a dicho proceso. Esta asignación de recursos se puede realizar bien a través de los mercados de valores, bien a través de la intermediación financiera. En el primer caso son los ahorradores los que, a través de la adquisición de títulos emitidos en el mercado de valores, se encargan de canalizar directamente su capacidad de financiación hacia aquellos agentes con necesidad de financiación...”<sup>1</sup>

En este punto me permito realizar una fotografía de nuestro mercado actualmente, en el que miramos falencias profundas que lo afectan en su desenvolvimiento o desarrollo. Ante todo vemos que el mercado de valores en nuestro país presenta un rol mucho menos protagónico que el mercado financiero. Nos enmarcamos en el listado de países que otorga una predilección, digo yo, casi genética a la banca.

“En ocasiones, los mercados de valores ocupan una posición secundaria o subordinada en el conjunto del sistema financiero que se centra, preferentemente, en torno al mercado de crédito y, en particular, a los bancos. Es el caso de países como Alemania o Suiza en los que la existencia de una banca de tipo universal que participa en todo tipo de operaciones financieras, ha venido relegando tradicionalmente los mercados de valores propiamente dichos a un segundo término.”<sup>2</sup>.

Las cifras son elocuentes como podemos apreciar en el siguiente cuadro:



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

Sin embargo, esta desproporción no es la adecuada y puede ser una de las causas de nuestra crisis bancaria del año 2000, por lo que más bien pienso que deberíamos orientarnos a un equilibrio entre estos mercados para darle más sustento a nuestra economía, como es el caso de los países anglosajones:

“En otros casos, por el contrario, la captación de recursos a través de la emisión de valores ha ofrecido, desde antaño, una notoria importancia,

1 Bolsa de Madrid, *El Ahorro y los Mercados Financieros*, Madrid- España, 2000. Página 64.

2 Luis Javier Cortés, *Lecciones de Contratos y Mercados Financieros*, Editorial Civitas, Madrid- España, 2000, páginas 348 y 349.

contribuyendo a un mayor equilibrio entre el mercado crediticio y el de valores, tal como ocurre, por ejemplo, en Estados Unidos o Gran Bretaña.”<sup>3</sup>

Siguiendo con mi análisis, puedo decir que un mercado de valores debería estar ante todo caracterizado por permitir la existencia de emisiones e inversiones a largo plazo. Esto también le diferencia, entre otras peculiaridades como ya lo vimos, con el mercado financiero, aunque los dos mercados tengan fines similares. Sin embargo, en nuestro país, incluso por la definición constante en la Ley de Mercado de valores se mira solamente a partir de los 360 días como largo plazo.

Así, tenemos que el tercer inciso del Art. 160 de la Ley de Mercado de Valores dice:

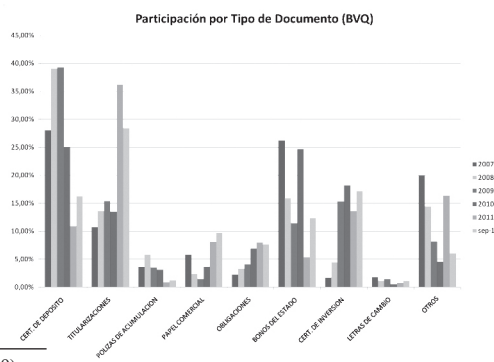
“La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo. En este último caso se tratará de papeles comerciales. Se entenderá que son obligaciones de largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento.”

Por lo que en la práctica las emisiones de valores de contenido crediticio o de renta fija tienen horizontes de vencimiento hasta 3 o 4 años de manera aproximada. Lo que no es totalmente adecuado y se debería propender a aumentar el plazo de las inversiones.

Adicionalmente, se debe indicar que nuestro mercado es sobre todo un gran nicho para la venta de renta fija donde las empresas que han conocido de las bondades del mercado han sabido beneficiarse de tasas de interés más bajas sin costos de garantías y además sin perder el control societario, lo que se debe destacar considerando el altísimo número de compañías familiares en nuestro país. Concomitantemente, los inversores han tenido la oportunidad de confiar de manera segura sus inversiones y obtener más rendimiento por sus inversiones.

Las negociaciones de renta variable son muy escasas y de los emisores que han inscrito sus acciones son muy pocas las que se transan constantemente en nuestras bolsas de valores, tal como podemos ver por el bajísimo % de las negociaciones de los últimos años en la Bolsa de Valores ecuatoriana, menos del 5%. Del total negociado.

En los últimos años ha destacado las negociaciones de valores producto de procesos de titularización y entre ellas de las denominadas titularizaciones de flujos, a las que nos referiremos más adelante. Estos son valores ante todo de renta fija que han sido adquiridos por inversionistas institucionales del sector público y privado, como podemos constatar a continuación en el siguiente gráfico:



Fuente: BVQ

3 (L. Cortés, 2000, página 349).

La mayoría de los valores emitidos se presentan todavía de manera física. La desmaterialización de los valores se ha incrementado en los últimos años pero todavía tenemos un mercado en el que prevalece la circulación de documentos impresos, lo que atenta contra la agilidad y seguridad que se obtiene con la desmaterialización. Adicionalmente, es importante recalcar la participación de las instituciones financieras en nuestro mercado de valores, siendo actores permanentes del mismo como emisores ante todo de obligaciones y papel comercial. Sin embargo, estos valores en muchas ocasiones fueron adquiridos por miembros del mismo grupo financiero y que se limitaron a un mercado primario para solamente cumplir requisitos de encaje obligatorio y para cumplir exigencias de patrimonio técnico, en caso de las obligaciones convertibles en acciones. Por lo tanto estas negociaciones no han ayudado a dinamizar realmente nuestro mercado de valores siendo en muchos casos simplemente un aporte estadístico para los volúmenes negociados.

No se debe desconocer la participación permanente del sector público en las negociaciones en el mercado de valores, a pesar que a partir del 31 de diciembre de 2008, se reformó el Art. 37 de la Ley de Mercado de Valores a través de la Ley de Creación de la Red de Seguridad Financiera y por lo tanto no siempre existe la obligatoriedad que el sector público negocie en bolsa.

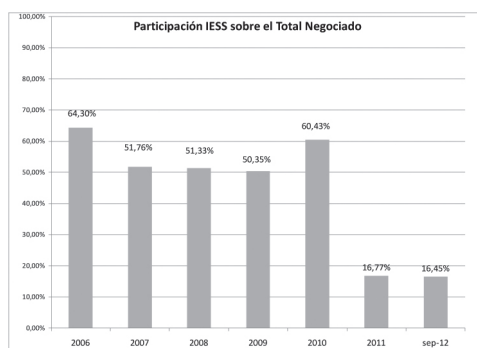
En consecuencia, sobre todo en este año, se percibe una disminución importante de la participación del Estado en las negociaciones bursátiles, amparado en la disposición ya indicada, tal como podemos ver a continuación:



Fuente: BVQ

Se debe destacar, dentro de los inversionistas compradores del sector público y de nuestro mercado de valores en general, al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS), hoy Banco del IESS (BIESS), a lo largo de la historia de nuestro país. Este inversionista institucional, que ante todo compra valores en un mercado primario y espera los vencimientos de los plazos de sus inversiones, como podemos apreciar en el siguiente gráfico, ha tenido una importantísima participación sobre el total negociado cada año. La excepción está dada en los últimos períodos por su

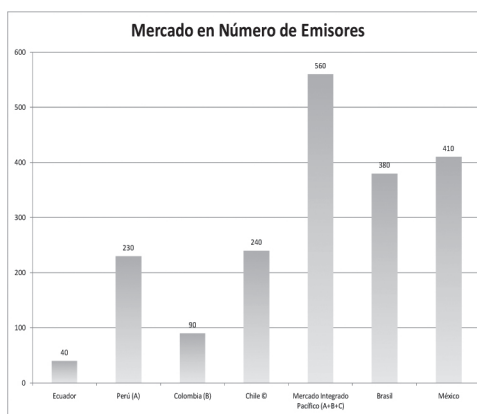
considerable disminución de participación en el mercado bursátil debido a la reforma ya indicada sobre la obligación legal que las instituciones públicas siempre inviertan en valores a través del mercado bursátil.



Fuente: BVQ

La existencia de este inversionista representa en mi opinión una gran oportunidad que no se debería desperdiciar ya que con sus inmensos recursos es un importante respaldo financiero para la inversión, lo que debidamente encaminado podría aunar para el desarrollo del mercado.

No obstante lo conseguido hasta la presente fecha, nos vemos con una realidad de un mercado muy limitado y lo más preocupante: pocos emisores, pocos inversores y confusión del mercado de valores con mercado bursátil. Sobre todo una diferencia elocuente con otros países está plasmada en el número de empresas cotizadas que venden sus acciones en bolsa, el siguiente cuadro habla por sí solo:



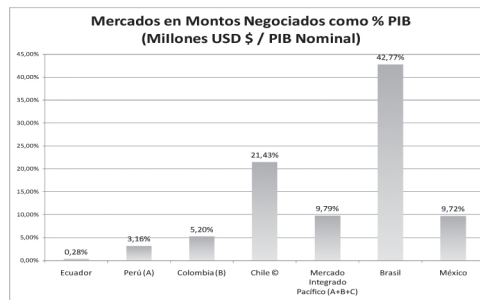
Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Si es que un mercado de valores presenta pocos emisores y pocos inversores, la consecuencia natural es que su peso en la economía nacional sea muy baja. Por lo que esta escasa participación del volumen de las negociaciones bursátiles se refleja

en un pobre % del PIB de nuestro país y también a nivel internacional como podemos apreciar a continuación en los siguientes dos cuadros estadísticos:



Fuente: BCE



Fuente: BCE

Por todo lo expuesto, es evidente la necesidad de incorporar cambios estructurales en nuestro mercado de valores con el fin de impulsar su crecimiento basado en mayor uso del mismo por distintos actores, además de los actuales y en ese camino contar con más emisores e inversores que se beneficien de financiamiento más barato, inversiones más rentables y un mercado seguro y transparente.

Justamente en esta línea, desde el año 2010 he opinado y asesorado en este tema a quienes han visto en mis ideas el único y sincero propósito de promover en el Ecuador el uso de herramientas válidas ya existentes y otras que podemos incorporar en nuestra economía para promover la producción, el empleo y el bienestar social. Por esta razón, a lo largo de este trabajo permanentemente realizaré referencias a los documentos ya elaborados y presentados oportunamente en los que participé y están pendientes de enviar a la Asamblea Nacional para su aprobación. No siempre mi pensamiento coincidirá totalmente con las figuras plasmadas en esos documentos, por lo que me permitirá justamente hacer las aclaraciones y ampliaciones sobre los aspectos fundamentales que en mi opinión debe contener un nuevo mercado de valores en el Ecuador.

### 3. Cambios propuestos para el nuevo esquema del mercado de valores ecuatoriano

#### 3.1 Junta de Regulación y Superintendencia de Valores

Todo mercado de valores debe disponer de un ente que promulgue las normas y las

políticas para aplicarse así como de un ente de control para que aplique las políticas y haga cumplir esas normas.

Desde los albores del funcionamiento de los mercados de valores tenemos la presencia en estas plazas públicas de la autoridad pública. Por esto es que el artículo 64 de nuestro Código de Comercio mantiene este lineamiento y ordena que en la Bolsa de Comercio se negocie con sujeción a lo que prescriban la ley y los reglamentos, y bajo la inspección de la autoridad pública.

En nuestro país como ya quedó dicho ejerce las funciones de regulador y generador de la política del mercado de valores el Consejo Nacional de Valores y el controlador es la Superintendencia de Compañías.

Se debe notar en este punto que el regulador está adscrito al controlador por disposición expresa de la Ley de Mercado de Valores. Sin embargo, este esquema que data de la primera Ley de Mercado de Valores del Ecuador de mayo de 1993 no encaja con el nuevo esquema de la vigente Constitución de la República del Ecuador en la cual se crea la Función de Transparencia y Control Social. En esta función está claro quiénes forman parte de la misma: Consejo de Participación Ciudadana y Control Social, Contraloría General del Estado, Superintendencias y Defensoría del Pueblo. Pero lo más importante es que el máximo cuerpo jurídico de nuestro país separa clara y expresamente la actividad de control con la de regulación y generación de política y rectoría en todos los ámbitos y no pueden mezclarse.

En consecuencia de lo anterior mal puede presidir al órgano regulador del mercado de valores la misma cabeza del controlador.

De manera acertada se separa dos ámbitos complementarios pero de naturaleza y fines distintos.

Es por esta razón que actualmente el órgano regulador y gestor de las políticas del mercado de valores no puede ser parte ni siquiera administrativamente del órgano de control.

El controlador tiene sus facultades claramente establecidas y no es de su ámbito generar normas. Su visión es distinta a la de promover y ampliar el mercado. Su difícil tarea es vigilar el cumplimiento de las normas para que el mercado actúe de manera adecuada. Otros son los llamados a dictar las políticas y la rectoría del mercado de valores, analizando de manera técnica cuales son las fortalezas y las debilidades del mercado para apuntalar donde sea necesario y esas normas tendrá el controlador que verificar se cumplan.

Por esta razón es que tanto en el proyecto de Ley de Mercado de Valores, como en el proyecto de Reformas a la Ley de Mercado de Valores, se establece la creación de una Junta de Regulación del Mercado de Valores. Esta está integrada por tres miembros pertenecientes a la Función Ejecutiva, como indica la Constitución, y está encargada de establecer la política y la regulación del mercado de valores. Sus integrantes son el Ministro encargado de la Política Económica, quien la presidirá; el Ministro encargado de la Producción y un delegado del Presidente de la República. Asistirán



con voz informativa pero sin voto el Superintendente de Compañías y el de Bancos o cualquier otra persona que sea necesario informar a la Junta.

Se crea la Secretaría Técnica de la Junta de Regulación del Mercado de Valores como el motor permanente de esta Junta, que será el que de acuerdo con los pedidos de los miembros de la Junta y de los órganos de control elabore los proyectos de reglamentos o de políticas que sean necesarios para su posterior aprobación. Por lo que se le brinda un soporte permanente que incluso puede dar como apoyo a las iniciativas de políticas y regulación.

La Superintendencia de Compañías aparece con la nueva denominación de Superintendencia de Compañías y Valores, dando énfasis en su control al mercado de valores en complemento con el control societario. Internamente el órgano de control deberá segmentar un control exclusivo al mundo del mercado de valores separado con ámbitos que actualmente se lo maneja de manera vinculada como es el control a los fideicomisos y administradoras de fondos.

En consecuencia, el controlador que se pretende mantener como parte de la Superintendencia de Compañías, es fortalecido con normas que apuntalarán un control de fondo y que se lo fortalece con la figura de la intervención con causales específicas para la realidad de nuestro mercado, para finalizar con la aplicación de sanciones más drásticas y severas actualizadas con nuestra realidad.

De igual manera, el controlador en Ecuador no debe asemejarse a las estructuras como de la Superintendencia de Mercado de Valores peruana a la que añado la colombiana, inspiradas en las funciones de las Comisiones de Valores instauradas en varios países como Estados Unidos o México.

Expresamente dentro de los objetivos de la Superintendencia Financiera de Colombia tenemos aparte de la supervisión:

“Fortalecimiento de los requerimientos prudenciales para las entidades vigiladas. Desarrollo del Mercado de Capitales; La SFC participará en la definición de la política integral para profundizar el mercado de capitales, prestando el apoyo técnico que sea necesario para el análisis, diseño y concertación de las normas que deban expedirse y su reglamentación”<sup>4</sup>.

En estos casos se trata de entes controladores y reguladores en uno sólo. Esto genera que prevalezca un ánimo de restricciones y limitantes en las normatividades para el mercado que deben ser observadas por controladores que aparecen incluso con herramientas policíacas: interrogatorios, decomiso de evidencias, etc. Por el momento nuestra realidad está orientada a que las normas y políticas del mercado se las vea con una visión de desarrollo de algo que todavía no termina de crecer en nuestra economía: el mercado de valores.

Incluso si deseamos ser más ortodoxos con criterios puristas del mercado de valores

---

4 . <http://www.superfinanciera.gov.co/>

y que varias veces lo recoge las sugerencias de Iosco (Organización Internacional de Comisiones de Valores por sus siglas en inglés) el controlador debería ser totalmente independiente, es decir ni siquiera formar un solo ente con el ámbito societario sino exclusivamente una Superintendencia de Valores, con el fin de permitir un control exclusivo que no se ocupe de otras materias y vaya abarcando las nuevas figuras y esquemas que un mercado que se desarrolle debe contemplar cada vez más. Es decir, en este punto un esquema como el acogido en Perú.

### 3.2 Oferta Pública

El mercado de valores no solamente se lo debe observar de manera limitada al ámbito de inversores y emisores. Es también el lugar donde puede y deber realizarse las operaciones de toma de control societario. Esto con el fin natural de proteger al inversor y en este caso concreto del accionista minoritario. Por esta razón que se creó la figura de la oferta pública de adquisición (OPA) con el fin de lograr que el sobreprecio que se está dispuesto a pagar para obtener el control de una empresa, llamado prima de control, pueda distribuirse entre todos los accionistas sean grandes o pequeños. Sebastián Albella Amigo al referirse a la OPA dice que:

“Puede enunciarse, de un modo más preciso y sintético, como un principio de protección igualitaria de los accionistas minoritarios en caso de cambio de control. Se trata de asegurar un trato equivalente e igual entre los accionistas en situaciones de cambio de control, pero también de proteger objetivamente su interés”.<sup>5</sup>

Las normas de la OPA la encontramos en Colombia, Perú, EEUU, y los países de Europa y sin fin de países más que las han adoptado años atrás. Sin embargo el Ecuador es la excepción y es momento de incluirla. Desde hace varios años he insistido en la necesidad de incluir estos preceptos.

“En este sentido, la OPA es una puerta para la incorporación a las negociaciones en bolsa y que el ciudadano inversor se vea aventajado participando en la propiedad del capital de una sociedad. Esta medida ayudaría para que los inversores minoristas destinen parte de su ahorro al mercado de valores y sientan seguridad en las normas que lo rigen para un adecuado fortalecimiento de la economía”<sup>6</sup>

La razón mundialmente aceptada está clara. Sin embargo, en nuestro país tiene una importancia adicional, puesto que su inclusión atraería más al inversor que además de precio o rendimiento tendría un tercer incentivo de adquirir acciones en la bolsa: ser tomado en cuenta obligatoriamente por exigencia legal el momento de una toma de control de la empresa que es parte y ganar una prima por su inversión.

<sup>5</sup> Albella Amigo Sebastian, Eugenio R., et al. (o y otros), *La nueva normativa de OPAs en España. Balance del Real Decreto 1066/2007 desde su entrada en vigor*, España, Editorial Civitas, 2010, Página. 18

<sup>6</sup> Juan Isaac Lovato, “*La Oferta Pública de adquisición (OPA) en el Ecuador*”, Revista Iberoamericana de Mercado de Valores, No. 14, Madrid- España, página 61-66. Marzo, 2005.

Es evidente que estas normas van a permitir que todo accionista de manera transparente y equitativa conozca públicamente las intenciones de tomar el control de la empresa en la que son accionistas.

En mi opinión se ha introducido el modelo más aceptado en las legislaciones a nivel internacional que es el de la OPA a priori, puesto que se trata de un modelo más lógico y ajustable a nuestra realidad. Es decir que todo el proceso se lo realiza antes de pagar la prima. Lo que contrasta con el modelo de la OPA a posteriori que ha implementado la Unión Europea y que ha sido trasladada a todos los países miembros en sus legislaciones locales. Es el caso español con la transposición a su ordenamiento jurídico de la Directiva denominada como MIFID.

“Los principios esenciales de este nuevo sistema de 2007 vigente son los siguientes: imposición del deber de formular una opa obligatoria, a posteriori (tras la adquisición del control) y total (porque debe dirigirse a todas las acciones y valores que den derecho a su adquisición o suscripción y a todas las acciones y valores que den derecho a su adquisición o suscripción y a todos sus titulares) a un precio equitativo, por quien alcance el control de una sociedad cotizada...”<sup>7</sup>

### **3.3 Bolsas de Valores: desmutualización y unificación de sistemas de negociación**

#### **3.3.1 Desmutualización de las Bolsas**

Como ya lo indiqué líneas arriba, las bolsas de valores actualmente se desenvuelven bajo la figura de corporaciones civiles sin fines de lucro. Esta realidad debe cambiar ya que este esquema, en que sus únicos propietarios son las casas de valores, no ha ayudado al fin primordial de desarrollar el mercado de valores ecuatoriano en más de diez años en todo el potencial deseado.

A nivel internacional las mismas bolsas de valores han impulsado un cambio profundo en su naturaleza jurídica, cambio de forma sí pero que obedece a razones de peso de fondo.

No se puede considerar en la actualidad y desde hace ya décadas en mercados internacionales, a la bolsa de valores como único exponente del mercado de valores. Este mercado está compuesto cada día más de distintos mecanismos para negociar los valores, por lo tanto el monopolio de las bolsas de valores se vio afectado por la presencia de otros medios de negociación y en consecuencia las bolsas de valores deben coexistir con otros mercados organizados.

Por esta razón es que es necesario fortalecer y mantener la presencia importante de las bolsas de valores pero compitiendo y con cambios imprescindibles a la par del avance de los requerimientos de los inversores. En consecuencia la mayoría de bolsas de valores del mundo han transformado su esencia mutual cerrada a una figura de sociedad anónima, por esencia abierta compuesta por accionistas. Esto es

<sup>7</sup> Alberto Tapia Hermida, Carmen Alonso Ledesma *et al.* (o y otros), *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*, España, Editorial Bosch, 2009, Página. 168

la desmutualización. Fernando Zunzunegui es muy claro al respecto:

“La desmutualización es el proceso de privatización de las bolsas, de conversión en sociedades cotizadas. Las bolsas han evolucionado de ser corporaciones de agentes de cambio y bolsa, hasta convertirse en empresas que cotizan en el mercado que gestionan.”<sup>8</sup>

La razón está en que los nuevos propietarios de las bolsas de valores deben ser los mismos inversores, de tal manera que éstos se vean atraídos por sus ganancias entregando valores a la venta y a la compra pero también ganando por el desenvolvimiento de la misma bolsa. El objetivo final será que las acciones de la bolsa se coticen en la misma bolsa y su precio fluctúe como cualquier otro emisor en función de su actuación y desempeño comparado con los otros mercados existentes. De esta manera todas las normas y prácticas societarias se aplicarán, pudiendo realizarse aumentos de capital, fusiones, absorciones con otras bolsas y también el accionista será más crítico y analítico con la administración de turno de la bolsa la que deberá siempre manejar principios de eficiencia, competitividad y buenas prácticas de gobierno corporativo para evitar conflictos de interés.

El mismo Fernando Zunzunegui añade:

“Más de 16 bolsas mundiales cotizan en los mercados que gestionan, entre las que se encuentran la Bolsa de Londres, Euronext y la alemana Deutsche Boerse.”<sup>9</sup>

Los beneficios del funcionamiento de las bolsas no debe estar orientado al intermediario como propietario de las bolsas sino al inversor. El canal para hacerlo es justamente adquiriendo acciones de las bolsas con el fin de obtener utilidades y que participe como cualquier otra empresa. También se debe destacar la incorporación del límite de porcentaje accionarial de las bolsas con el fin de democratizar la propiedad de las mismas y más bien permitir el acceso de distintos actores para que sean propietarios de las bolsas. La rotación en los órganos directivos y el uso de las buenas prácticas corporativas es indispensable también aplicar en las bolsas de valores.

### **3.3.2 Unificación de Sistemas de negociación**

Paralelamente al impulso de la desmutualización de las bolsas de valores, es indispensable que en nuestro país se unifique el mercado de valores puesto que debido a la existencia de la Bolsa de Valores de Quito y la de Guayaquil se han presentado distorsiones que han afectado a nivel local como internacional a nuestro mercado. Se puede apreciar el arbitraje de precios, distintas normas de autorregulación de cada bolsa y la exclusión del mercado ecuatoriano del contexto internacional o regional de integración de mercados.

<sup>8</sup> <http://rdmf.wordpress.com/2006/07/02/%C2%BFque-es-la-desmutualizacion-de-las-bolsas/>

<sup>9</sup> <http://rdmf.wordpress.com/2006/07/02/%C2%BFque-es-la-desmutualizacion-de-las-bolsas/>

Es por esta razón se incluyó desde el inicio en el proyecto de Ley de Mercado de Valores y se mantiene en el proyecto de reformas la premisa de contar con un solo mercado de valores en nuestro país. La idea para concretar este fin no es la desaparición de una u otra bolsa sino unificar los sistemas de negociación. Siguiendo el ejemplo que en su momento se adoptó en España al constituirse Bolsas y Mercado Españoles en el año 2002 manteniendo la existencia de las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao.

“Bolsas y Mercados Españoles (BME) es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros en España. BME cotiza en Bolsa desde el 14 de julio de 2006 y forma parte del índice IBEX 35® desde julio de 2007. En estos últimos años se ha convertido en un referente en el sector en términos de solvencia, eficiencia y rentabilidad”.<sup>10</sup>

Este esquema ha sido ya puesto en marcha por disposición del CNV, mediante la resolución No. CNV 007-2011, publicada en el R.O. del 13 de octubre del mismo año, por la cual se dispone la utilización de un solo sistema transaccional de negociación bursátil para las bolsas de valores del país. Si bien se debe resaltar la importancia y beneficio de esta norma ya en aplicación, es evidente la inspiración del actual órgano regulador en el concepto planteado desde el inicio de la reforma al mercado de valores ecuatoriano y que se propuso concretamente desde el año 2010. Por lo tanto es absolutamente necesario que esta disposición se la eleve a rango de ley para evitar en lo posible que en el futuro demos un paso atrás y con una simple reforma reglamentaria todo lo avanzado quede sin sustento.

### 3.4 Mercado alternativo de valores

Una de mis propuestas iniciales fue la implantación en nuestro país de mercados alternativos de valores. Me fundamento como ya lo dije anteriormente, en que el mercado de valores no es sinónimo de bolsa de valores. El mercado de valores se lo debe entender como algo mucho más amplio que el mercado bursátil. Existe una relación de género a especie. Esto ya se lo ha identificado a nivel mundial con el apareamiento de mercados distintos al bursátil, como ya lo mencioné líneas arriba de mi análisis. Sobre todo en la actualidad las bolsas de valores coexisten con los mercados desregulados Over the Counter (OTC) o el apareamiento de mercados formales distintos a la bolsa de valores propiamente dicha.

“OTC es la abreviación de *Over the Counter* y representa en pocas palabras el mercado de instrumentos financieros que están fuera de las bolsas de valores. Los instrumentos que se pueden negociar a través del mercado OTC son acciones, commodities, bonos y derivados. Un mercado muy amplio que también forma parte del OTC es el muy conocido FOREX. De todas formas, lo que nos debería interesar más, es la cualidad básica de los mercados OTC y las diferencias más importantes que hay con los mercados regulados por bolsas.”<sup>11</sup>

<sup>10</sup> <http://www.bolsasymercados.es/>

<sup>11</sup> <http://www.bolsalibre.es/articles/view/que-es-el-mercado-otc>

En mercados europeos o en Estados Unidos se da una abierta competencia entre estos nuevos mercados y las bolsas de valores con el fin de atraer al inversor dándole más facilidades de acceso para obtener más ganancias. Justamente, es la disminución de requisitos y menos formalismos de estos otros mercados, en muchos casos virtuales por ser negociaciones electrónicas, que da sustento a su aceptación en detrimento de la bolsa de valores. Y esto ha permitido también el acceso de nuevos emisores, pymes y mipymes, e inversores de todos los tamaños.

Por esta razón, es que las mismas bolsas de valores en su afán de competir con estos nuevos mecanismos de negociación más abiertos y amigables con emisores e inversores crean dentro de las mismas bolsas los mercados alternativos. En consecuencia, encontramos en países con mercados de valores ya consolidados una abierta competencia actual de bolsas de valores, mercados OTC y mercados alternativos, con lo que varios emisores se han desplazado de uno a otro mercado o tenemos los mismos valores cotizados en los distintos mercados ya indicados.

En este contexto internacional nacen los mercados alternativos y sirven como antecedente para impulsar en nuestro país su introducción como idea o concepto. Sin embargo el fin y su funcionamiento son distintos, puesto que hay que orientarlos hacia nuestra realidad.

En consecuencia de lo anterior es que se propone a nivel legal que existan dentro del mercado de valores, junto con el mercado bursátil y de manera complementaria, los mercados alternativos.

Como su nombre lo indica, la idea es que exista una alternativa para aquellos emisores que por su tamaño y los niveles de exigencias de la bolsa de valores no pueden acceder al mercado bursátil, pero sí tengan un nuevo espacio para negociar sus valores y puedan financiarse con las ventajas del mercado de valores de transparencia, equidad e información. Ante todo recalco que esta incorporación de nuevos emisores e inversores y sus negociaciones no puede ser sino de una manera controlada y regulada.

En consecuencia estos mercados alternativos deben crearse previa autorización del órgano de control del mercado de valores y observando las normas que el regulador del sector haya dictado para su funcionamiento.

Es por esta razón que, se debe aclarar, la inclusión de estos mercados en nuestro país no es con el fin de competir con las bolsas de valores. Está demostrado que nuestro mercado bursátil está orientado a las empresas grandes. Por lo tanto lo que se pretende es desarrollar el mercado de valores desde el punto de vista de ampliarlo para el ingreso al mismo de pymes y mipymes.

En este punto se debe destacar en concreto la Resolución SMV N° 025-2012-SMV/01 expedida en Lima, 26 de junio de 2012 por la Superintendencia de Mercado de Valores de Perú por la cual se aprueba el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores MAV. La premisa del MAV es:

“El MAV cuenta con un régimen de menores requerimientos y obligaciones de presentación de información que el régimen general bajo el cual se ofertan valores representativos de capital social, instrumentos de corto plazo y bonos, en el mercado primario y secundario”<sup>12</sup>

Pueden participar en el MAV las empresas que en los tres últimos años:

“Sus ingresos anuales promedio por venta de bienes o prestación de servicios en los últimos tres (3) años, no deben exceder de doscientos (200) millones de Nuevos Soles o su equivalente en dólares americanos, según la información financiera disponible o declaraciones anuales de impuestos, o del monto por ventas[...]”<sup>13</sup>

Es importante recalcar que las empresas cuyos los valores sean cotizados en el MAV

“No deben tener ni haber tenido valores inscritos en el Registro o admitidos a negociación en algún MCN administrado por las Bolsas o mercados organizados extranjeros.”<sup>14</sup>

El esquema peruano del MAV, de la misma manera que yo lo propongo se establezca en el Ecuador, es regulado de manera diferenciado en función del tamaño más reducido de estos nuevos emisores y controlado debidamente. Así expresamente se menciona:

“4.3. Las Empresas que participan en este mercado se encuentran obligadas a cumplir con las normas específicas establecidas en el presente reglamento.  
4.5. La SMV regula y supervisa el MAV, así como a todos sus participantes.”<sup>15</sup>

Finalmente es muy claro que el MAV es un segmento distinto de negociación de la Bolsa. Por lo tanto no compite con los emisores o valores allí cotizados, de la misma manera que yo propongo para nuestro país. El reglamento peruano así dice:

“4.4. Las Bolsas que administren MCN en los que funcione el MAV deben establecer mecanismos de difusión que permitan identificar y diferenciar los valores del MAV, así como mecanismos de transparencia y de información de las operaciones que se realizan en dicho mercado, para cuyo fin podrán solicitar información a las Empresas.”<sup>16</sup>

Adicionalmente, en nuestro país es necesario contar con un mercado alternativo, debido a la existencia de un marco legal ya vigente que trata de la economía popular y solidaria y de sus actores así como de la ciudadanización o democratización de la propiedad de las acciones de las empresas. Por lo tanto, también estos son nuevos

<sup>12</sup>[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_VerArticulo.aspx?data=257CEFE1ED8F1B90252A278B3F8E997C6915EEECDD8D73267DEC1F01C0101D3FB3C4](http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=257CEFE1ED8F1B90252A278B3F8E997C6915EEECDD8D73267DEC1F01C0101D3FB3C4)

<sup>13</sup>[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_VerArticulo.aspx?data=257CEFE1ED8F1B90252A278B3F8E997C6915EEECDD8D73267DEC1F01C0101D3FB3C4](http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=257CEFE1ED8F1B90252A278B3F8E997C6915EEECDD8D73267DEC1F01C0101D3FB3C4)

<sup>14</sup>[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_VerArticulo.aspx?data=257CEFE1ED8F1B90252A278B3F8E997C6915EEECDD8D73267DEC1F01C0101D3FB3C4](http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=257CEFE1ED8F1B90252A278B3F8E997C6915EEECDD8D73267DEC1F01C0101D3FB3C4)

<sup>15</sup>[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_VerArticulo.aspx?data=257CEFE1ED8F1B90252A278B3F8E997C6915EEECDD8D73267DEC1F01C0101D3FB3C4](http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=257CEFE1ED8F1B90252A278B3F8E997C6915EEECDD8D73267DEC1F01C0101D3FB3C4)

<sup>16</sup>[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_VerArticulo.aspx?data=257CEFE1ED8F1B90252A278B3F8E997C6915EEECDD8D73267DEC1F01C0101D3FB3C4](http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=257CEFE1ED8F1B90252A278B3F8E997C6915EEECDD8D73267DEC1F01C0101D3FB3C4)

actores que pueden y deben tener una participación en el mercado de valores, como expresamente lo dicen ya artículos concretos de la Ley Orgánica de Economía Popular y Solidaria y del Sector Financiero Popular y Solidario (arts. 55,83 y 88); y del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones (arts. 59,60,62 y 66). El escenario adecuado para hacerlo es un segmento distinto dentro de las mismas bolsas de valores.

Es evidente que en la actualidad en nuestro país contamos con el mercado denominado REVNI (Registro de Valores no Inscritos) que se trata de un mercado no permanente, donde las negociaciones no pueden ser diarias sino esporádicas. Así tenemos expresamente que dice el segundo inciso del artículo 34 de la Ley de Mercado de Valores:

“Las acciones de sociedades no inscritas en el Registro del Mercado de Valores, no podrán ser negociadas diariamente en las bolsas. Sin embargo, periódicamente, según determine el reglamento de la bolsa respectiva, se podrán efectuar ruedas especiales de subastas de acciones no inscritas, lo que se anunciará públicamente y con la anticipación necesaria.”

Se debe modificar la naturaleza del REVNI, puesto que nació como un mercado de aclimatación para futuros emisores bursátiles y contar con un mercado alternativo que tenga una finalidad distinta. De esta manera podremos contar con un mercado con características propias denominado REB ( Registro Especial Bursátil), administrado por las mismas bolsas de valores, pero que sea controlado y regulado, por la Superintendencia de Compañías y Valores y la Junta de Regulación del Mercado de Valores, respectivamente, que permita el acceso de pymes y mipymes al mercado de valores de manera permanente. Se pretende abrir el mercado de valores donde hasta ahora no ha llegado, para lograr su desarrollo, tal como ya ocurre en otros mercados internacionales, como en el ejemplo ya citado del país vecino del sur.

### **3.5 Autorregulador independiente**

En el proyecto de Ley de Mercado de Valores así como en el proyecto de Reforma a la Ley de Mercado de Valores se mantiene la facultad de las bolsas de valores de la autorregulación.

Se entiende por autorregulación la potestad de elaborar las propias normas operativas de las bolsas pero también el deber de sancionar las infracciones a esta norma. Es un caso excepcional en que la facultad sancionadora sobre un ente privado (casas de valores) se delega a otro privado (Bolsa de Valores). Sin embargo es evidente el conflicto de interés que se genera cuando la Bolsa, en la actualidad de propiedad de las casas de valores, se convierte en juez y parte el momento de sancionar a sus miembros. Adicionalmente, el momento en que se transformen las bolsas de valores a sociedades anónimas tampoco se garantiza que este conflicto de interés desaparezca.

Por lo tanto es importante presentar mi opinión y dejar en claro que no comparto mantener esta estructura por la gran debilidad que he manifestado.



Se debería separar la actividad de autorregulación de las bolsas para manejar imparcialidad y un debido control sobre sus miembros o en el futuro sobre los intermediarios de valores, aunque ya no sean dueños de la bolsa.

La razón desemboca en el mismo fin de guardar transparencia, objetividad y adicionalmente ya que es necesario circunscribir a la bolsa propiamente dicha al ámbito de brindar el servicio especializado de mecanismos de negociación de valores.

Otros son los que deben encargarse de normar y sancionar. Es decir debe crearse un autorregulador independiente, el que será quien controle y sancione a los intermediarios.

En este punto debo resaltar el modelo colombiano que con la creación del Autorregulador del Mercado de Valores ha incursionado en una manera distinta a los esquemas de la mayoría de los países, con el fin de crear normas así como su sanción en caso de incumplimientos.

“El 12 de junio de 2006 se constituyó la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores con el objeto de adelantar todos los trámites y gestiones tendientes a obtener autorización por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia para actuar como organismo de autorregulación del mercado de valores en Colombia[... ]La Superintendencia Financiera autorizó a AMV para funcionar como autorregulador del mercado de valores [...] el 7 de julio de 2006.”<sup>17</sup>

Queda muy claro la potestad del AMV de sancionar a sus miembros.

“La función de supervisión consiste en la verificación del cumplimiento de la normatividad aplicable por parte de los sujetos de autorregulación, mediante la realización de las actividades que se consideren apropiadas para cumplir con tal fin. La supervisión en AMV comprende tres procesos: Monitoreo y Vigilancia de Mercados, Supervisión por Conductas y Supervisión Preventiva.”<sup>18</sup>

Adicionalmente podemos mencionar en Estados Unidos al autorregulador independiente Finra ( por sus sigla en inglés The Financial Industry Regulatory Authority) como gremio que tiene como actividad adicional sancionar a los intermediarios de los mercados de valores.

“FINRA es el mayor regulador independiente para todas las empresas de valores que operan en los Estados Unidos. Nuestra función principal es proteger a los inversores por el mantenimiento de la imparcialidad de los mercados de capitales de Estados Unidos”<sup>19</sup>

Es evidente que esta organización tiene la potestad sancionadora expresamente facultada y de esta manera se asevera que:

17 <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=105|0|0>

18 <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=105|0|0>

19 <http://www.finra.org/AboutFINRA/>

“Cuando las reglas se rompen, FINRA entra en acción. Nuestro programa de cumplimiento fuerte y vigoroso trae disciplina en la que los inversores se han visto perjudicados. En 2011, 329 individuos excluidos y suspendidos 475 agentes de la asociación con FINRA regulados por las empresas, impuso multas por un total de \$ 71,9 millones y ordenó a más de \$ 19 millones de indemnización a los inversores perjudicados.”<sup>20</sup>

En ambos casos se trata de filtros necesarios y objetivos para poder actuar de manera oportuna y con la severidad del caso y no dejar pasar actuaciones irregulares de uno de los principales actores de un mercado de valores como son los intermediarios de los mercados de valores.

En la reforma planteada, en lugar de este esquema innovador se incluyó la sanción expresa a las bolsas de valores por no haber sancionado a su vez a los intermediarios. Es una salida que ayuda para el control efectivo, pero sin embargo me parece importante que como en otros temas ya se den pasos concretos de fondo para evitar males ya identificados en nuestro mercado de valores y no se deje de lado la idea de contar en el corto tiempo con un autorregulador independiente.

### **3.6 Emisiones sindicadas**

En nuestro mercado de valores, no son pocos los casos en que varios emisores por su tamaño, su desconocimiento sobre este mercado o por no disponer de los recursos para cubrir los costos de la emisión no han podido acceder al mercado de valores. Justamente con el fin de aumentar el número de emisores que se beneficien del financiamiento del mercado de valores, se incluye en las reformas planteadas al esquema del mercado de valores las emisiones sindicadas en bolsa. Su propósito es juntar a varios emisores con el fin de que puedan de manera conjunta participar en ofertas públicas. Es decir, desde el punto de vista del proceso de emisión se unifica esfuerzos y se debería presentar incluso una sola documentación para obtener agilidad en la obtención de la autorización de oferta pública por parte del órgano de control. Incluso la garantía es solidaria entre los emisores con el fin de presentar más seguridad en la negociación de estos valores.

Se debe destacar que se modifica la definición de obligaciones con el fin de abarcar muchos más emisores. Al incluir como un genérico a personas jurídicas como sujetos que podrían hacer estas emisiones se abre la posibilidad de una participación distinta a las compañías, por ejemplo de fundaciones o corporaciones que junto con las ya aprobadas cooperativas abren un abanico importante para el desarrollo del mercado de valores. En esta misma línea, como ya lo manifesté, se permite la emisión de obligaciones sindicadas para que pequeños y medianos emisores de manera conjunta puedan también acceder a este tipo de financiamiento beneficiándose de economías de escala y abaratando costos de la emisión.

Una vez que se permite la posibilidad de realizar emisiones sindicadas es necesario

---

<sup>20</sup> <http://www.finra.org/AboutFINRA/>

precisar las garantías que deben incluirse en estos procesos. Por lo tanto quienes deseen emitir obligaciones deberán contar con dos tipos de garantías (general y específica) y ser solidariamente responsables entre los emisores, de esta manera se privilegia la protección del inversor. Únicamente se orienta estas emisiones para generar deuda que sea devengada por los emisores a los inversionistas, sin posibilidad de ser convertidas en acciones, con el fin que sean pagados los intereses a quienes confiaron en esta inversión.

### 3.7 Fondos cotizados

Es conocido por todos que con los fondos administrados de inversión se captaba recursos importantes de inversores y las cuotas de los mismos que se entregaban por disposición de la Ley de Mercado de Valores no pueden negociarse en el mercado de valores, sino que se trata de transferencias al mismo fondo de inversión a través de la respectiva administradora de fondos. Así lo establece el artículo 75 de la Ley de Mercado de Valores vigente.

Sin embargo, en base a la misma figura se puede crear un nuevo producto en nuestro mercado. La diferencia está en que aparecen fondos que invierten exclusivamente en valores negociados en la bolsa. Es la figura de los ETF'S. por sus siglas en inglés (Exchange traded funds) Son:

“Un activo negociado en Bolsa que representa a una cesta de valores que integran un determinado índice o que es representativa de un sector económico. Se trata de un instrumento que presenta, aparte de otras, las ventajas de una acción, ya que es posible comprarlo y venderlo cuantas veces se desee a lo largo de la sesión (en los fondos tradicionales, sólo se pueden hacer las suscripciones o los reembolsos una vez al día) y las de un fondo de inversión, ya que permite diversificar entre los distintos valores”.<sup>21</sup>

Concretamente en nuestro caso, estas inversiones serían replicando índices bursátiles o tendencias de nuestra bolsa, es decir en la realidad ecuatoriana, fondos ante todo que invertirán en renta fija. Las cuotas que se entreguen a los inversores constituirán valores de renta variable inscritos en la misma bolsa y por lo tanto se pueden negociar libremente por los inversores.

De esta manera se incentiva por el lado de los emisores e inversores su incremento puesto que aparece un inversionista adicional que adquirirá estas emisiones y para los inversores se permite hacer líquida su inversión en un mercado secundario a través de la bolsa.

A diferencia de los fondos de inversión ya previstos en nuestra legislación, las cuotas de los fondos cotizados se venden abiertamente en la bolsa y cuentan como activo subyacente a los valores que componen los índices bursátiles. En el caso ecuatoriano podrían ser ante todo fondos que compren renta fija por las características de nuestro mercado.

---

21 <http://www.x-trader.net/articulos/mercados-financieros/etfs-sobre-ibex-35.html>

Debido a la realidad ecuatoriana, por la desaparición de fondos de inversión por la disposición legal por la que las administradoras de fondos no pueden pertenecer a grupos financieros, es una nueva oportunidad de impulsar la misma figura pero con los cambios ya indicados.

### **3.8 titularizaciones de activos existentes y de expectativas**

Antes de analizar la reforma planteada, es necesario precisar que la actual Ley de Mercado de Valores no es demasiado clara al intentar definir a la titularización. Así el art. 138 de la vigente Ley de Mercado de Valores dice:

“Art. 138.- De la titularización.- Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.”

En consecuencia, sugiero que se describa a la titularización de la siguiente manera:

*La Titularización es un medio para que una persona natural o jurídica sustituya activos no líquidos o con bajo índice de liquidez por activos o valores, permitiendo a los inversionistas la participación de una futura rentabilidad, utilidad o expectativa de utilidad a cambio de una suma fija de dinero.*

*La titularización se viabiliza mediante un proceso por el cual un fideicomiso mercantil emite valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil. Este patrimonio autónomo está integrado por bienes generadores de flujos determinables. La Junta Reguladora del Mercado de Valores establecerá mediante disposición de carácter general los contenidos específicos de este contrato de Fideicomiso.*

De esta manera es evidente que la titularización puede sustentarse en derechos existentes o expectativas. En uno u otro caso el proceso será válido. Sin embargo, no pueden ser tratados de la misma manera. El inversionista debe tener claro cuando adquiere valores producto de una titularización cuyo activo subyacente es por ejemplo una cartera de crédito, con contratos previamente celebrados y con información previa de morosidad, a diferencia de la adquisición de valores producto de una titularización en que el activo subyacente es el objeto social del originador: los futuros contratos que se celebrarán en virtud de su giro habitual del negocio. La transparencia del mercado de valores obliga a que se tenga total claridad en lo que se está ofertando y debe incluirse ciertas exigencias al respecto y que se resumen en que el originador otorgue su garantía solidaria y se constituya otro mecanismo de garantía específica con el fin de reguardar o proteger al inversionista.

Incluso sería muy saludable que el órgano regulador del mercado de valores, dependiendo del monto de la emisión, pero en relación a este tipo de titularizaciones, obligue a que se otorgue dos calificaciones de riesgo, al originador y a la emisión con el fin de poder detectar el riesgo en estos procesos.

### **3.9 Rotación del Calificador de riesgos y auditoría externa**

La calificación de riesgo se entiende como la opinión técnica sobre la solvencia del emisor en relación a sus obligaciones por los valores emitidos, ofertados y negociados en el mercado de valores. En este sentido consta lo expresado por nuestra Ley de Mercado de Valores en su artículo 185.

Esta actividad la realizan las Calificadoras de Riesgo que:

“Son compañías especializadas que realizan análisis técnico e independiente sobre la calidad del riesgo crediticio de un emisor o de un valor. Las categorías de calificación que emiten, permiten a los inversionistas diferenciar fácilmente los niveles de riesgo y tomar decisiones según sus requerimientos. Esta última puntualización es necesaria porque una calificación de menor riesgo no siempre es peor, se difunde para que quienes realicen transacciones con la institución o producto conozcan el riesgo que asumen.”<sup>22</sup>

Sin embargo de lo anterior, no son pocas las voces que señalan a algunas calificadoras de riesgo, así como algunas firmas auditoras como las culpables de las crisis bursátiles sobre todo la de 2008 en la que se perjudicó a miles de inversionistas debido a que las calificaciones de riesgo no obedecían necesariamente a la situación real de los emisores ni de los productos ofertados. Ya he mencionado anteriormente criterios puntuales al respecto. Igual sucedió con informes de auditoría inexactos y por lo tanto se apreció en muchos casos evidentes conflictos de interés o acuerdos tácitos entre el emisor y su calificador o auditor con el fin de mejorar algo que en realidad no ameritaba o presentar algo ficticio.

Este problema no es fácil de resolver en ningún mercado a nivel mundial. Y las fórmulas son varias. Puedo destacar la incluida en la reciente normativa de mercado de valores en Argentina aprobada el jueves 29 de noviembre de 2012 en la que resalta la creación de los agentes de calificación de riesgo entre los cuales pueden serlo las universidades públicas o privadas tal como se está proponiendo en Argentina.<sup>23</sup>

Se debe evitar la existencia de conflictos de interés en la actividad de calificación de riesgo y en la auditoría externa, por lo tanto la rotación cada tres años de las compañías calificadoras en relación a un mismo emisor o proceso de emisión es muy saludable y útil para lograr más transparencia en la información para los inversionistas.

Lo propuesto es algo equilibrado entre la actual eterna relación entre emisores, calificadores y auditores y el extremo de incluir un sorteo permanente de calificadores y auditores para que cumplan su trabajo y que más bien comprometería la objetividad de las opiniones.

### **3.10 Especialización de los intermediarios de valores**

En nuestro mercado de valores, podemos distinguir a dos grupos de casas de valores. Las que se dedican a la intermediación de valores pura de las que estructuran

---

22 <http://www.marielamendezprado.com/2008/08/calificadoras-de-riesgo-en-ecuador.html>

23 <http://www.cnv.gob.ar/Infofinan/Proy%20ley%202065.pdf>.

procesos de emisión. La vigente Ley de Mercado de Valores contempla disposiciones adecuadas para las primeras. Sin embargo se debe incorporar normas especiales para el segundo grupo. Diferenciarlo por las importantes actividades que presenta incluso formalmente introduciendo la denominación de banca de inversión. Debido a que este concepto está presente tanto en la Constitución de la República del Ecuador, en su Disposición Transitoria Vigésimo tercera como en nuestra legislación al hablar del Banco del IESS, se indica que debe actuar bajo criterios de banca de inversión. Este concepto se utiliza de manera no precisa, por lo tanto es importante que la Ley de Mercado de Valores acoja esta institución por estar directamente vinculada con la actividad de estructuración de emisiones de valores.

Todos los artículos relacionados con la banca de inversión se justifican puesto que es necesario incluir una especialización entre los intermediarios de valores. En concreto, además de las casas de valores que realicen actividad de compra y venta de valores, existirán otro tipo de casas de valores que se dediquen a estructurar emisiones, suscribir contratos de underwriting y por ende asegurar colocaciones, constituirse en hacedores de mercado, colocadores de valores, etc. para lo cual se debe contar con características especiales y requerimientos adicionales que deben ser analizados y aprobados por el ente regulador del mercado de valores.

En este punto el BIESS deberá observar esta normativa en particular con el fin de impulsar al mercado de valores convirtiéndose en un motor del mismo. La idea es aumentar su participación actual y ante todo ser el actor importante no solamente en un mercado primario de valores sino que actúe ampliamente en el mercado secundario y sobre todo en el mercado alternativo, exigiendo los controles y regulaciones del caso para proteger sus recursos.

### 3.11 Clubes de inversión

En este camino de incorporar cambios profundos en el mercado de valores ecuatoriano, fueron eliminándose sin fundamento varias figuras importantes desde mi punto de vista. Una de ellas constituye los clubes de inversión por su tremendo impacto en un sector prácticamente olvidado por nuestro mercado pero que presenta mucho potencial: el inversor individual.

“Un **club de inversión** es una agrupación de personas con el mismo interés: invertir. Comúnmente se trata de personas con una estrategia en común quienes juntan su dinero para poder acceder a mejores inversiones: compra de acciones de alto valor por ejemplo. Los clubes de inversión o **compañías de inversión** son excelentes opciones para personas que desean tener un portafolio de inversiones pero no cuentan con el interés o el tiempo para administrarlo por ellos mismos. En este caso se debe estar dispuesto a sacrificar una parte de las ganancias para que alguien más lo administre.”<sup>24</sup>

Es que estos clubes permiten juntar varios inversores con el fin de permitirles el

---

24 <http://economiaes.com/bolsa/inversion-clubes.html>

acceso o la compra de valores que de manera individual no les sería posible. Por el otro lado, se otorga personalidad jurídica a estas uniones de inversores con el fin de separar la propiedad de lo invertido y evitar perjuicios así como se incorpora un reglamento de funcionamiento para que los inversores dispongan de normas claras previamente establecidas.

### 3.12 Defensor del inversor

Otra figura que desapareció en el camino sin razón de fondo en mi opinión es sin duda la del defensor del inversor. Aplicando una mínima equidad, si se incorporan varias normas con el fin de contar con segmentos de negociación para inversores no tomados en cuenta hasta el momento, también es importante darles las herramientas para hacer valer sus derechos, en caso de ser necesario.

Justamente, el defensor del inversor encaja en esta lógica y es una figura presente en varios países. Tal es el caso de Perú donde se le da la finalidad de:

“Contribuir con el fortalecimiento de la protección de los inversionistas, con el propósito de velar por el respeto de sus derechos en el mercado de valores, en el mercado de productos y en los sistemas de fondos colectivos.”<sup>25</sup>

En Colombia también se aplica este concepto:

“La Superintendencia Financiera de Colombia a través de sus diferentes dependencias y en particular de la Dirección de Protección al Consumidor Financiero, ha venido construyendo una conceptualización propia y específica mediante la cual se fija la posición institucional en materia de protección al consumidor financiero PCF...”<sup>26</sup>

De la misma manera este concepto se ha visto aceptado en España, concretamente en la Bolsa de Valores de Madrid donde tenemos:

“[...] Sin embargo, el gran número de transacciones y su creciente complejidad puede provocar errores y las consiguientes quejas y reclamaciones. Para responder adecuadamente a esta demanda, se creó la figura del Protector del Inversor que intenta asegurar el correcto cumplimiento de las órdenes cursadas.

Los inversores pueden contar con este servicio para reclamar frente a cualquier conducta que considere incorrecta por parte de las entidades que participan en el proceso de contratación bursátil.”<sup>27</sup>

<sup>25</sup>[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_VerArticulo.aspx?data=F44EF21DC8CD005D0905D5FDB649994AEAF976A9BCDA776EA64F](http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=F44EF21DC8CD005D0905D5FDB649994AEAF976A9BCDA776EA64F)

<sup>26</sup> [...] Se trata de conceptos en los que se responden consultas (escritas, telefónicas o personales) o cuestionamientos derivados de análisis iniciados motu proprio, con el objeto de aclarar dudas de diferentes participantes de la temática y generar directrices interpretativas objetivas <http://www.superfinanciera.gov.co/>

<sup>27</sup> <http://www.bolsamadrid.es/esp/Inversores/ServInversores.aspx>

Bibliografía

De la Vega, José, *Confusión de Confusiones, Madrid- España, Civita Ediciones, 2000.*

Orione, Francisco, *Letra de Cambio, cheque y demás papeles de comercio, Buenos Aires, Argentina, Sociedad Bibliográfica*

Este protector se trata de un experto concededor del mercado abierto a recibir los reclamos de los inversores individuales. Aquellos que no tienen la mínima información sobre el esquema completo del mercado, pero que acuden al mismo, y que deben ser protegidos. Con el fin de evitar nuevamente que la figura se pierda en el inmenso universo de los conflictos de interés, este funcionario no dependería ni de la bolsa, ni de las casas de valores, ni de los emisores. Se incluiría dentro de la Defensoría del Pueblo. Así también se evitaría casos concretos en los cuales actualmente acuden ciudadanos a esta dependencia por supuestos fraudes o perjuicios que les han causado. Al no existir un funcionario especializado, no se tratan debidamente estos casos y el inversor no recibe una adecuada y oportuna ayuda.

Nuevamente insisto que se perdió otra gran oportunidad de fortalecer al mercado de valores por el sector del pequeño inversor. A semejanza del mercado financiero donde si existe un defensor del cliente dependiente de los mismos bancos, es importante que como sucede en otros países sí se introduzca esta figura. De nuevo, otra vez será.

#### 4. Conclusiones y recomendaciones

Una vez que he expuesto mi propuesta de cambios en nuestro mercado de valores no puedo mencionar sino que las figuras que se pretenden introducir y las visiones

---

Argentina, 1944.

Bolsa de Madrid, El Ahorro y los Mercados Financieros, Madrid- España, Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, 2000.  
Albella, Amigo, Sebastián, La nueva normativa de OPA's en España. Balance General 1066/2007 desde su entrada en vigor, Madrid- España, Editorial Aranzadi, 2010

Cortés, Luis Javier, Lecciones de Contratos y Mercados Financieros, Madrid- España, Civitas Ediciones, 2004.

Tapia, Hermida, Alberto, - Alonso, Carmen, Régimen Jurídico de las Ofertas de Adquisición Pública, Madrid- España, Editorial Bosch, 2009.

Macías, Hurtado, Miguel, Instituciones de Derecho Mercantil Ecuatoriano, Quito- Ecuador, Editorial Banco Central, 1988.

Castilla, Manuel, Regulación y Competencia en los Mercados de Valores, Madrid- España, Civitas Ediciones, 2001.

Lovato, Juan, Isaac, "La Oferta Pública de adquisición (OPA) en el Ecuador", Revista Iberoamericana de Mercado de Valores, No. 14, Madrid- España, Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, 2005.

Lovato, Juan, Isaac, "Aportes fundamentales del Proyecto de Nueva Ley de Mercado de Valores", Revista Tribuna Democrática, No. 37, Quito- Ecuador, Ediciones Legales, 2012.

Bolsa de Madrid, <http://www.bolsamadrid.es/esp/Inversores/ServInversores.aspx>

Superintendencia Financiera de Colombia, <http://www.superfinanciera.gov.co/>

Superintendencia de Mercado de Valores de Perú, [http://www.smv.gob.pe/Frm\\_VerArticulo.aspx?data=F44EF21DC8CD005D0905D5FDB649994AEAF976A9BCDA776EA64F](http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=F44EF21DC8CD005D0905D5FDB649994AEAF976A9BCDA776EA64F)

<http://economias.com/bolsa/inversion-clubes.html>

Mariela Mendez Prado, <http://www.marielamendezprado.com/2008/08/calificadoras-de-riesgo-en-ecuador.html>, 14 de Agosto 2008.

X-Trader, <http://www.x-trader.net/articulos/mercados-financieros/etfs-sobre-ibex-35.html>. 25 de Julio de 2006

Finra, <http://www.finra.org/AboutFINRA/>

Bolsa Mexicana de Valores, <http://bolsamexicanadevalores.com.mx/mercado-integrado-latinoamericano/>

Congreso Mexicano, <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf>

Las causas de la crisis – El papel de las calificadoras de riesgo, <http://liberalaccidental.wordpress.com/2008/10/24/las-causas-de-la-crisis-el-papel-de-las-calificadoras-de-riesgo/2008>.

The New York Times, "EEUU: acusan a las calificadoras de riesgo por la crisis" hipotecaria, [http://www.iarnoticias.com/2008/secciones/norteamerica/0132\\_calif\\_riesgo\\_acusadas\\_23abr08.html](http://www.iarnoticias.com/2008/secciones/norteamerica/0132_calif_riesgo_acusadas_23abr08.html), 23 de Abril de 2008.

Superintendencia Financiera de Colombia, <http://www.superfinanciera.gov.co/>

Fernando Zunzunegui, "¿Qué es la desmutualización de las bolsas?" ,<http://rdmf.wordpress.com/2006/07/02/%C2%BFque-es-la-desmutualizacion-de-las-bolsas/>, Julio 2006.

Bolsas y Mercados España, <http://www.bolsasymercados.es/>

Bolsa Libre España, "¿Qué es el mercado OTC?" <http://www.bolsalibre.es/articulos/view/que-es-el-mercado-otc>

Superintendencia de Mercado de Valores de Perú, [http://www.smv.gob.pe/Frm\\_VerArticulo.aspx?data=257CEFE1ED8F1B90252A278B3F8E997C6915EEECDD8D73267DEC1F01C0101D3FB3C4](http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=257CEFE1ED8F1B90252A278B3F8E997C6915EEECDD8D73267DEC1F01C0101D3FB3C4)

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=105|0|0>



de las reformas obedecen a experiencias de otros mercados, de países ante todo cercanos al Ecuador, de nuestro mismo continente, en los cuales su implementación ha sido necesaria, útil y provechosa.

Sin embargo, lo importante es no tomar textos legales foráneos y trasladarlos sin ninguna proyección a nuestro país. Se debe conocer nuestra realidad y en base a esto proponer y concretar cambios reales, palpables e inmediatos exponiendo las debilidades actuales para lograr fortalezas futuras en el mercado de valores.

Reconozco lo que se ha logrado hasta la fecha en nuestro mercado de valores, es sin duda fruto de sus actores. Pero esos esfuerzos no son suficientes. Por lo tanto las reformas planteadas deben claramente verse que están dirigidas a fortalecerlo, no debilitarlo o fraccionarlo. Es decir, están hechas para sumar, no restar en lo avanzado hasta el día de hoy.

A continuación de la crisis bancaria en nuestro país, no apareció directamente ni formalmente con claridad ninguna opción de inversión para llenar ese vacío creado por la natural y justificada desconfianza de los ahorristas, peor aún no se mencionó al mercado de valores como una opción. En la actualidad, veo que nuevamente se ha creado un espacio importante para casas de valores, administradoras de fondos, bolsas de valores, calificadoras de riesgo, emisores, inversores, controlador y regulador del mercado de valores para propiciar el desarrollo del mercado de valores. Por eso es que las reformas que propongo se enfocan justamente en cambios directamente relacionados a cada uno de esos participantes. Volver a intentar esfuerzos aislados y separados de promoción del mercado, como ha sucedido en varias ocasiones en años anteriores, no conseguirá nada concreto. Es importante unir esfuerzos de todos los participantes del mercado de valores ya mencionados, pero ante todo tener claro el camino que se debe recorrer, siguiendo una política de desarrollo de este mercado, para saber a dónde se debe llegar y en que sitio se pretende ubicar al mercado de valores en nuestra economía.

No se puede esperar más, mientras pasa el tiempo las oportunidades de crecimiento del sector productivo, de generar más empleo, más riqueza se diluyen al estar atados a las mismas estructuras de financiamiento de siempre. Con el agravante que disponemos y contamos con una herramienta muy eficaz, como es nuestro mercado de valores, para poder lograr el crecimiento deseado, su ampliación a otros sectores y no sabemos o no podemos aplicarlo ni difundirlo debidamente para respaldar a los emisores que requieren financiamiento y captar el ahorro de la ciudadanía para expandir y potenciar nuestra economía.

