PN-ABN-167
81749

USAID/ECUADOR

DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES EN ECUADOR

Informe Final

Marzo, 1993

Office of Government Services
1801 K Street, N.W.
Washington, DC 20006

Telephone 202 296 0800

Price Waterhouse

Marzo, 1993

Sr. Jim Watson
Agencia para el Desarrollo Internacional (AID)
Avenida Colombia 1573 y Queseras del Medio
Quito, Ecuador

Re: AID/PRE/ - Proyecto de Desarrollo del Sector Financiero (FSDP)
Contrato No. PDC-2206-Z-00-8191-00
USAID/Desarrollo del Mercado de Capitales en Ecuador
PIO/T No. 518-0094-3-20097

Estimado Jim:

Adjuntamos a la presente cinco ejemplares en español del informe final titulado *Desarrollo del Mercado de Capitales en Ecuador*, preparado por Price Waterhouse. En el informe final se han incorporado todos los cambios que usted solicitó.

Nos complace haber tenido la oportunidad de colaborar con USAID/Ecuador en este proyecto de tanta importancia y esperamos seguir colaborando con la misión.

Atentamente

Barbara E. Friday

Barbara E. Friday,
Subdirectora
Proyecto de Desarrollo del Sector Financiero (FSDP)

Anexos

INDICE

Página

I. RESUMEN i

II. ANTECEDENTES 1

A. Programa de comercio e inversión de USAID/Ecuador 1
B. Objetivo del contrato y alcance del trabajo 1
C. Composición del equipo de trabajo y cronograma . . . 2
D. Metodología y organización del informe 2

III. MARCO EMPIRICO 4

A. Estudios macroeconómicos y del sector financiero . . . 4
B. Informes sobre el mercado de valores 10

IV. INFORMACION RECOGIDA 17

A. Objetivos de las entrevistas 17
B. Preguntas y respuestas 17

V. EVALUACION Y ENFOQUE ESTRATEGICO 22

A. Introducción 22
B. Mercados financieros 22
C. Características deseables de un mercado de capitales 23
D. Resumen de las condiciones del mercado ecuatoriano 23
E. Entorno legislativo y de política económica y sus repercusiones sobre un programa de asistencia de la AID 25
F. Estrategia propuesta por USAID para desarrollar el mercado de capitales 28

VI. PLAN DE IMPLEMENTACION 35

A. Creación de un comité 35
B. Establecer y ejecutar un plan de acción 37

Apéndices

A. Bibliografía 41
B. Personas Entrevistadas . . . . . .
C. Alcance del trabajo . . . . . .
D. Informe de la visita de Phillip Rourk, 6-12/XII/1992 . .
- Memorandum de Phillip Rourk, 21/XII/92 . . . . . .
- Comentarios de la Fundación Ecuador, 8/XII/92 . . . .
- Notas sobre la reunión con José Mantilla . . . . . .
- Comentarios sobre las operaciones de los bancos ecuatorianos en el mercado bursátil, 12/XI/92 . . . . .
- Alcance del trabajo propuesto . . . . . .
- Organización del Comité para el Desarrollo del Mercado de capital . . . . . .

Lista de siglas y abreviaciones

AAR	Asociación de Autoregulación
AID	Agency for International Development
AY	Arthur Young
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
CFI	Corporación Financiera Internacional
CFN	Corporación Financiera Nacional
CNV	Comisión Nacional de Valores
Corpec	Corporación de Estudios Económicos y Consultoría Cia. Ltda.
FMI	Fondo Monetario Internacional
FSDP	Financial Sector Development Project [Proyecto Price Waterhouse de Desarrollo del Sector Financiero]
GOE	Government of Ecuador [Gobierno de Ecuador]
IESS	Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social
MPAP	Macroeconomic Policy Analysis Project [Proyecto de Análisis de la Política Macroeconómica]
NASD	National Asociation of Securities Dealers [Asociación Nacional de Agentes de Valores de Estados Unidos]
OTC	Over-the-counter market [mercado extrabursátil]
PW	Price Waterhouse
SRI	Stanford Research Institute
SRO	Asociación de Autoregulación (AAR)
Proyecto T&I	Proyecto de comercio e inversión
U.S. SEC	United States Securities and Exchange Comission [Comisión de Valores y Cambio de Estados Unidos]

I. RESUMEN

USAID/Ecuador está implementando un proyecto de comercio e inversión a seis años por un monto de US$10 millones, mediante el cual se pretende ampliar el papel que desempeñan las fuerzas del mercado en Ecuador. USAID, en colaboración con una organización nueva, la Fundación Ecuador, está respaldando el desarrollo del mercado de capitales. Se espera que un mercado de capitales más desarrollado estimule la inversión privada y aporte los recursos financieros necesarios para dar cabida a un sector privado en expansión. Price Waterhouse, mediante el Proyecto de Desarrollo del Sector Financiero (FSDP), celebró un contrato en virtud del cual preparará un plan estratégico y de acción para USAID/Ecuador y las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, para respaldar el desarrollo del mercado de capitales.

No es nuevo el interés en fomentar y apoyar el desarrollo del sector financiero de Ecuador, sobre todo su mercado de capitales. Desde 1984 se han tomado varias medidas encaminadas a analizar el sector financiero, evaluar el entorno macroeconómico y dar directrices programáticas a USAID en lo referente al desarrollo del mercado de capitales.

USAID/Quito comenzó a prestar respaldo técnico considerable al proceso de reforma del sector financiero en 1987, con la contratación del Sr. Lewis Mendelson, abogado de la Comisión de Valores y Cambio de Estados Unidos (SEC), quien trabajó con una comisión tripartita sobre el desarrollo del mercado de capitales en Ecuador. En noviembre de 1988, el Sr. Mendelson fue nuevamente invitado a Ecuador para revisar y formular comentarios sobre el borrador de un proyecto de ley para reglamentar el mercado de valores.

El borrador preparado en 1988 nunca se convirtió en ley. Entre 1988 y 1992 fue objeto de considerables revisiones y se incorporaron muchas de las recomendaciones del Sr. Mendelson. En las nuevas versiones se definían las facultades y responsabilidades de la Comisión Nacional de Valores (CNV) propuesta, las bolsas de valores, los agentes bursátiles y los participantes del mercado. Asimismo, se fortalecía la protección de los inversionistas en las emisiones públicas, se describía el sistema de distribución, se centralizaba el mercado de capitales en las dos bolsas de valores y se permitía la operación de un mercado extrabursátil.

Con estos antecedentes, en octubre de 1992, mediante el Proyecto de Desarrollo del S.F (FSDP), se contrató a Price Waterhouse para elaborar un plan estratégico y un plan de acción destinados a respaldar el desarrollo del mercado de capitales. Para ello, Price Waterhouse preparó el Proyecto de Desarrollo del Sector Financiero (FSDP). Como parte del alcance del trabajo se examinarían los factores que habían obstaculizado el desarrollo del mercado de capitales, específicamente el sector bursátil formal. El equipo entrevistó a 45 personas en Quito y en Guayaquil, las cuales mencionaron lo siguiente:

- las empresas estarían dispuestas a participar en el mercado si tuvieran confianza en él y si el mercado ofreciese un beneficio adicional
- las empresas están acostumbradas a emplear fuentes privadas de financiamiento y confían en los mecanismos bancarios
- las restricciones legales impuestas por la ley de compañías y el exceso de burocracia les restan capacidad para obtener financiamiento a largo plazo
- la participación del gobierno en el sector bursátil ha desalentado la participación del sector privado
- el horario de las bolsas es tan restringido que se prefiere el mercado extrabursátil
- los participantes de la actividad bursátil no cuentan con una red de distribución, mientras que en el sistema bancario sí existe

Para abordar éstos y otros obstáculos, el equipo de Price Waterhouse ha identificado cinco objetivos estratégicos específicos para el desarrollo de un mercado de capitales. Dichos objetivos y las iniciativas correspondientes son:

Integrar el mercado nacional de valores mediante la movilización de la iniciativa privada y la creación de un sistema de operaciones financieras interconectado y automatizado.

- eliminar las restricciones que aún subsisten para la participación de los bancos comerciales en el mercado de valores
- incorporar las dos bolsas de valores al mercado nacional
- establecer una asociación para dar una estructura autorregulatoria a los intermediarios del mercado extrabursátil que no están asociados a ninguna de las dos bolsas
- crear un sistema central de depositaría y liquidación para los valores que se cotizan en el mercado bursátil
- reducir la participación directa del Estado en las operaciones de los mercados de valores

Movilizar recursos de inversión a mediano y largo plazo hacia el mercado de valores

- iniciar reformas en el sistema de pensiones
- autorizar la creación y la emisión pública de instrumentos financieros indexados
- reducir los obstáculos de entrada y salida y la tributación discriminatoria al capital de inversión de cartera nacional y extranjero
- facilitar la organización de fondos comunes de inversión y otros instrumentos de las compañías de inversiones

Establecer un marco normativo claro, uniforme y transparente para el mercado de valores, que cuente con recursos institucionales adecuados y autoridad para supervisar el mercado y hacer cumplir las disposiciones pertinentes

- crear una Comisión Nacional de Valores independiente
- revisar la legislación empresarial y bancaria

Fomentar el desarrollo de una "cultura" de mercado, acorde a las operaciones del mercado de valores

Facilitar la creación de sistemas e instituciones de mercado

Para poner en práctica estas iniciativas, el equipo recomienda un plan de implementación de dos etapas. La acción más inmediata es crear un comité directivo, que se encargará de las actividades de respaldo al desarrollo de un mercado de capitales, con o sin la aprobación de la legislación sobre mercados de capitales.

Las dos funciones principales del comité son: 1) efectuar un análisis y entablar un diálogo sobre medidas de política y 2) desarrollar y llevar a cabo un plan de acción. Habida cuenta de la grave necesidad de disposiciones legales, deberá hacerse todo lo posible para apoyar la aprobación de leyes y reglamentos esenciales. El diálogo sobre medidas de política deberá incluir, entre otras, las siguientes actividades:

- ejercer presión para que se apruebe la Ley de Mercado de Valores
- diseñar cambios y presionar para que se aprueben las enmiendas a Ley de Compañías
- ejercer presión para que se reforme el sistema de pensiones

- determinar cuáles son los obstáculos a la inversión extranjera
- introducir nuevos instrumentos de inversión
- asegurar el libre acceso al mercado

Deberán contratarse consultores durante un corto período a través de USAID/Quito, los cuales se encargarán de formular recomendaciones para el diálogo sobre medidas de política, disciplinar el proceso y efectuar investigaciones, según sea necesario.

Simultáneamente con el diálogo sobre medidas de política, el comité directivo deberá desarrollar un plan para cumplir los objetivos antes mencionados y lograr el consenso necesario para llevar a cabo el plan. A continuación se presenta, con carácter ilustrativo, un conjunto de iniciativas organizados en función de los objetivos estratégicos ya expuestos.

Objetivo: **Integrar el mercado**
Iniciativa: **Crear un sistema nacional de mercado computarizado y un sistema central de depositaría**

Para esta actividad, deberá prestarse asistencia técnica con los siguientes fines:

- analizar qué impedimentos legales e inherentes al mercado podrían surgir si se crea un mercado computarizado sin que se haya aprobado la Ley de Mercado de Valores
- desarrollar una estructura organizativa y un plan empresarial donde se incluyan proyecciones de costos
- fijar las especificaciones técnicas
- analizar los requisitos y los costos del sistema
- instalar el sistema

Deberá proporcionarse capacitación para la operación del sistema, considerando la posibilidad de que los cursos se impartan en el extranjero, por un breve período, en la Asociación Nacional de Agentes de Valores de Estados Unidos (NASD) o con miembros de NASD. Estas actividades deberán complementarse con un plan de comunicaciones centrado en los intermediarios del mercado, los sectores productivos de la iniciativa privada y el público. Deberá considerarse la organización de seminarios y el lanzamiento de una campaña publicitaria para difundir la creación del sistema.

Objetivo: **Movilizar recursos a mediano y largo plazo**
Iniciativa: **Reforma del sistema de pensiones**

Deberá prestarse asistencia técnica en los siguientes aspectos:

- analizar alternativas de reforma, desde el mejoramiento de las disposiciones y prácticas de inversión a la privatización de la administración de fondos de jubilación de la seguridad social

- colaborar en el establecimiento de disposiciones relativas a la inversión y reglas de prudencia de las inversiones para los fondos de pensiones

- analizar otros medios de administración monetaria por parte del Banco Central que no limiten las facultades discrecionales de los administradores de fondos de pensiones

- colaborar en el establecimiento del marco normativo para la operación del sistema de administración de fondos de pensiones

Deberá considerarse la capacitación en administración de cartera para los administradores de fondos de pensiones, así como la capacitación en supervisión y reglamentación de fondos de pensiones para las autoridades regulatorias. Deberá entablarse una buena comunicación para explicar las modificaciones del sistema de pensiones. Esto deberá incluir una campaña de información al público así como seminarios para explicar las operaciones del nuevo sistema a los gerentes de los sectores público y privado.

Objetivo: **Establecer un marco normativo**
Iniciativa: **Crear una organización autorregulatoria y la CNV**

Se contempla la participación (a corto o largo plazo) de expertos en cuestiones normativas con experiencia en NASD/SEC. Dichos expertos trabajarán con la CNV, los bancos y las bolsas a efectos de:

- elaborar las reglas de la Asociación de Auto Regulación (AAR) y obtener el consenso necesario para adoptar el método de operación de dicha asociaición

- definir las funciones de las divisiones de la CNV; desarrollar un plan anual y uno quinquenal para cada división; colaborar en el proceso de redacción de las reglas

- preparar un programa integral de supervisión y cumplimiento de las disposiciones, que incluya la organización autorregulatoria y la CNV

- considerar, en una etapa posterior, el desarrollo de la profesión de contador, con énfasis en el cumplimiento de las disposiciones

Deberá considerarse la capacitación personalizada en el país con cada jefe de división de la CNV así como visitas de formación al extranjero, que incluyan cursos dictados en la SEC y NASD.

Objetivo: Fomentar una "cultura" de mercado

USAID y la Fundación Ecuador deberán prestar asistencia técnica para elaborar un programa de capacitación y comunicaciones que dé a conocer el desarrollo del mercado de capitales. Deberán contemplarse cursos de capacitación para intermediarios financieros, contadores y legisladores así como un programa de difusión a través de medios masivos de comunicación y seminarios.

Objetivo: Desarrollar instituciones de mercado

Deberán contarse con la participación de expertos en inversión de cartera, nuevos instrumentos financieros, servicios de corretaje, fondos de capital de riesgo y fondos comunes de inversión. Además, se recomienda la colaboración de expertos externos con el sector privado ecuatoriano para encontrar la manera de fomentar coinversiones con bancos extranjeros. Deberán organizarse seminarios para intermediarios financieros en temas tales como comercialización al por menor, estructuración de alternativas de inversión, suscripción y colocación de títulos, formación de clubes de inversión, operación de las casas de bolsa, valores con garantía hipotecaria, fondos comunes de inversión, operación del mercado de valores, inversión de cartera o capital de riesgo.

II. ANTECEDENTES

A. Programa de comercio e inversión de USAID/Ecuador

USAID/Ecuador está implementando un proyecto de comercio e inversión (T&I) a seis años por un monto de US$10 millones, mediante el cual se pretende ampliar el papel que desempeñan las fuerzas del mercado en Ecuador, tales como el crecimiento orientado hacia la exportación, la privatización y el desarrollo de un mercado de capitales. La meta del proyecto es respaldar el logro de un desarrollo económico sostenible y de amplia base. Su propósito es suministrar servicios de exportación e inversión de alta calidad y dar apoyo al desarrollo institucional de una organización viable de comercio e inversión en Ecuador. Uno de los medios identificados como fundamental para alcanzar los objetivos fijados es el desarrollo de un mercado de capitales.

En 1992 se creó una nueva organización, la Fundación Ecuador. En virtud de un convenio de cooperación con USAID, se prevé que la Fundación asuma la responsabilidad del proyecto T&I mediante el fomento del comercio y la inversión. Entre sus principales actividades deberá dar respaldo al proceso de privatización y al desarrollo de un mercado de capitales. Se contempla que un mercado de capitales más desarrollado estimulará la inversión privada y proporcionará los recursos financieros que se necesiten para atender las necesidades de un sector privado en expansión.

Uno de los objetivos básicos del proyecto T&I es mejorar el clima de comercio e inversión a fin de incrementar la inversión nacional y extranjera en Ecuador. Ambos se consideran elementos importantes para llevar adelante el proceso de privatización y consolidar el mercado de capitales.

B. Objetivo del contrato y alcance del trabajo

Los componentes esenciales de la asistencia que brindará la Fundación Ecuador al gobierno que asumió el mando en fecha reciente (agosto de 1992) son la privatización y el desarrollo de un mercado de capitales. El propósito de este contrato era preparar un plan estratégico y de acción para que USAID, la Fundación Ecuador, la Bolsa de Valores de Quito y la Bolsa de Valores de Guayaquil presten su apoyo al desarrollo del mercado de capitales. Específicamente, el alcance del contrato era:

- revisar y evaluar la asistencia técnica y financiera que recibió el sector financiero ecuatoriano entre 1985 y 1992;

- preparar un plan estratégico para desarrollar un mercado de capitales en Ecuador; el plan deberá incluir las funciones, acciones y actividades

correspondientes a las principales entidades encargadas de la ejecución y/o que respalden el desarrollo del mercado de capitales: Fundación Ecuador, USAID/Ecuador y las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil;

- preparar un cuestionario/encuesta y realizar entrevistas detalladas en unas 20-25 empresas e instituciones conexas que actualmente recurren o han previsto recurrir al mercado bursátil ecuatoriano con el objeto de conseguir financiamiento para hacer frente a las necesidades de capital y del pago de deudas;

- presentar recomendaciones a USAID/Ecuador, la Fundación Ecuador y las Bolsas de Quito y Guayaquil en relación con los pasos a dar, incluyendo una evaluación sobre la suficiencia y eficacia potencial de varias iniciativas posibles para el próximo año:

- preparar y enviar un informe en inglés y en español.

C. Composición del equipo de trabajo y cronograma

Se contrató un equipo integrado por tres personas, realizándose el trabajo de campo del 5 al 16 de octubre de 1992. El equipo estuvo compuesto por:

- Barbara Friday, Líder del Equipo y Subdirectora del Proyecto de Desarrollo del Sector Financiero de Price Waterhouse;

- Jan Aalbregste, Analista de Asuntos Regulatorios y Gerente Senior de Price Waterhouse, y

- Philip Rourk, Especialista en Mercados de Capitales y Presidente de A.G. International, subcontratista del proyecto.

D. Metodología y organización del informe

La metodología de este contrato se basa en una combinación de investigación de antecedentes y reuniones con representantes de los sectores público y privado.

El equipo consultó más de 45 documentos para preparar este informe. En el apéndice A se indican las observaciones principales de los documentos más importantes, que constituyen la base del Capítulo III, Marco Empírico.

Se realizaron entrevistas con más de 40 personas en Ecuador y Estados Unidos. El equipo entrevistó a particulares del sector privado de Quito y Guayaquil representativos de la actividad productiva, del sector financiero privado, de los contadores profesionales, de los agentes de bolsa y del mercado bursátil. Se efectuaron reuniones con representantes del sector público del Banco Central del Ecuador, del Banco Nacional de Fomento, de la Corporación Financiera Nacional (CFN), de la Superintendencia de Compañías, así como de USAID/Quito y de la SEC.

La metodología se basó en conversaciones informales, preguntas estructuradas e intercambio de ideas sobre la presentación por escrito de las observaciones y recomendaciones preliminares del equipo y, por último, la presentación formal del equipo ante USAID.

Los resultados del cuestionario se encuentran en el Capítulo IV. Información recogida.

Las conclusiones finales del equipo figuran en los dos últimos capítulos de este informe: V. Evaluación y enfoque estratégico y VI. Plan de implementación.

III. MARCO EMPIRICO

Uno de los requisitos del alcance de este trabajo consistió en efectuar una revisión de los documentos preparados para USAID y otros donantes desde 1985. En el Apéndice A figura una lista completa de los documentos consultados; a continuación, se presentan las observaciones y recomendaciones de los 12 más significativos.

No es nuevo el interés por fomentar y apoyar el desarrollo del sector financiero de Ecuador, sobre todo su mercado de capitales. Desde 1984 se han tomado varias medidas encaminadas a analizar el sector financiero, evaluar el entorno macroeconómico y dar directrices programáticas a USAID. En la primera parte de este capítulo se resumen dichos informes.

Desde 1988, tanto USAID como la Administración de Desarrollo de Ultramar del Reino Unido [U.K. Overseas Development Administration] han prestado especial atención al desarrollo del mercado de valores. En la segunda parte de este capítulo se examinan análisis e informes relacionados con el tema.

A. Estudios macroeconómicos y del sector financiero

1. Report on Economic Advisory Services to USAID/Ecuador [Informe sobre los servicios de consultoría económica a USAID/Ecuador], Price Waterhouse, agosto de 1984, elaborado por Len Horwitz y Sidney Weintraub

En 1984, en la época en que asumía el poder Febres Cordero, Price Waterhouse realizó un examen y una evaluación integrales de los sectores económicos de Ecuador. El propósito del estudio era elaborar un programa de investigación sobre política económica, estudios y asistencia técnica del que se encargarían USAID y otros donantes. Muchas de las recomendaciones contenidas en el informe de Price Waterhouse fueron implementadas o empleadas como base de otras medidas en años subsiguientes.

Uno de los problemas más acuciantes que tuvo que atacar el gobierno de Febres Cordero fue la distorsión de la economía como resultado de la aplicación previa de medidas de política durante los años de alto crecimiento económico inducido por el auge petrolero. La dependencia del petróleo ha sido una bendición y al mismo tiempo una maldición. Los beneficios del crecimiento económico fueron contrarrestados por una selección desacertada de medidas de política cuyas consecuencias comenzaron a manifestarse a principios de la década de los años ochenta. Dichas medidas solían ser de corte nacionalista y se apoyaban excesivamente en la exportación de petróleo. Además, como sucedió en muchos otros países de América Latina, el gobierno de Ecuador había adoptado el modelo de sustitución de importaciones, estableciendo precios controlados y desatendiendo el sector agrícola

tradicional. Ante la orientación nacionalista, muchas empresas extranjeras abandonaron el país, lo que trajo aparejada una disminución de nuevas exploraciones petroleras. El estancamiento de la producción y, más tarde, el retroceso de los precios del petróleo, entre otras causas, sumieron a la economía ecuatoriana en una fase recesiva. Las medidas anteriores diseñadas para proteger el consumidor, como los controles de precios de los productos básicos, el subsidio a los precios del petróleo o los controles de tasas de interés y tipos de cambio, tuvieron consecuencias muy adversas con el correr del tiempo.

El gobierno entrante se propuso resolver esos problemas dejando que actúen en mayor medida las fuerzas del mercado y enmendando o eliminando muchas medidas que distorsionaban las relaciones de precios. Algunas de las medidas de política consistieron en acelerar la unificación del tipo de cambio múltiple, lograr tasas de interés positivas en términos reales, elevar los precios del petróleo y de la electricidad, iniciar un programa de vivienda popular de bajo costo, aumentar los salarios del sector público e iniciar negociaciones con el FMI y con acreedores privados para reprogramar en condiciones más generosas la deuda externa del país.

Los autores del estudio de 1984 se mostraron a favor de la orientación global del nuevo gobierno y recomendaron una serie de programas entre los cuales podía optar la comunidad de donantes para coadyuvar al logro de las metas fijadas por las autoridades. A principios de la década de los años ochenta, el Banco Interamericano de Desarrollo era el principal donante de Ecuador; a fines de 1983, el BID financiaba 26 proyectos, principalmente en los sectores de desarrollo de infraestructura, energía, alcantarillado, riego, actividades agropecuarias y crédito a la industria. Al mismo tiempo, el Banco Mundial financiaba 17 proyectos y la Corporación Financiera Internacional (CFI) respaldaba otros siete.

El modesto programa de USAID respaldaba proyectos en materia de actividades agrícolas, desarrollo rural, nutrición, población, salud y educación. Se hacía poco hincapié en el desarrollo del sector privado o del sector financiero con excepción de los proyectos enfocados a la pequeña y mediana empresa y al fomento de la exportación y de la inversión.

En el informe de Price Waterhouse se proponía una amplia gama de programas destinados a respaldar diferentes sectores, entre ellos: fiscal, mercado monetario/de capitales, agricultura, silvicultura, vivienda, seguridad social, desarrollo de recursos humanos, desarrollo de la industria y del sector privado, política de comercio y de inversión, petróleo, minería, electricidad, generación de empleos, y planificación/administración de recursos naturales.

Con respecto al mercado de capitales, el equipo recomendó realizar un estudio sobre su desarrollo que insumiría quince meses-hombre (a un costo de US$270.000) y que sería financiado por la AID o el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

El equipo de Price Waterhouse recomendó que en dicho estudio se evaluaran las medidas de política, el programa y los factores institucionales relacionados con el desarrollo del mercado de capitales; específicamente, se examinarían:

- los factores clave que determinan la movilización del ahorro interno: tasas de interés, tipos de cambio y políticas de crédito; mecanismos para lograr tasas de interés positivas;

- las necesidades en materia de política e instituciones para desarrollar un mercado de capitales activo: fortalecimiento de los intermediarios financieros, bancos, financieras, aseguradoras, bolsas de valores, mercado de bonos, etc., y

- los resultados de un análisis de las instituciones bancarias y regulatorias del sector público: sus relaciones con bancos privados y financieras, problemas actuales de los bancos privados, función y operación de la Superintendencia de Bancos con respecto a los bancos privados, revisión de la capacidad del Banco Central para manejar la deuda externa.

El equipo observó que la estructura de tasas de interés negativas que imperaba en esa época constituía un desincentivo al ahorro. Además, eso significaba que los bancos comerciales, debido a que no tenían capacidad para movilizar por sí mismos una cantidad suficiente de recursos, se habían convertido en agentes del Banco Central. Esta situación se sumaba a una dependencia creciente de fuentes externas de crédito y a un incremento de la deuda externa. En la época en que se escribió el informe, muchos bancos y empresas privadas padecían graves dificultades financieras debido a que habían concedido una excesiva cantidad de créditos y se habían endeudado sobremanera.

El equipo recomendó que en el estudio a realizarse se analizaran otras formas de emplear recursos de la seguridad social para desarrollar el mercado de capitales. Recomendó asimismo una reorientación gradual de las inversiones del sistema de previsión social hacia actividades productivas, preferentemente dentro del sector privado. El equipo explicó que el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) seguía siendo el principal --y a veces el único-- comprador de bonos de Tesorería y bonos hipotecarios a largo plazo. El IESS era la principal fuente de crédito del sistema financiero, superando incluso al Banco Central.

En base a estas recomendaciones, USAID encargó posteriormente varios análisis financieros y del mercado de capitales que se describen a continuación. El primero de ellos fue realizado por Arthur Young en febrero de 1985, cinco meses después del estudio de Price Waterhouse.

2. Financial Markets Assessment Report Ecuador [Informe sobre la evaluación de los mercados financieros en Ecuador], Arthur Young, 14 de febrero de 1985; autor: John Vanderveen

En tanto que el informe de Price Waterhouse contenía recomendaciones en materia de políticas y de programas para diferentes sectores, el estudio de Arthur Young se centraba exclusivamente en el sector financiero. Reflejaba el objetivo principal de la misión de USAID, que era identificar y diagnosticar las medidas de política, reglamentación y legislación que impedían la movilización del ahorro interno y el desarrollo de un mercado de capitales.

El autor señalaba que, en los primeros cinco meses de haber asumido el mando, el gobierno de Febres Cordero había manifestado su firme compromiso con el desarrollo del sector privado y había asignado una alta prioridad a la reforma estructural del mercado financiero. Citó algunas de las medidas adoptadas por dicho gobierno, como el inicio del proceso de "sucretización", mediante el cual la deuda externa se expresaba en la moneda nacional; la modificación del régimen de cambio triple a un régimen doble; la reducción de los subsidios; la exitosa introducción de instrumentos de deuda a corto plazo y la presentación ante el Congreso de leyes y reglamentos que favorecían el desarrollo de un mercado de capitales.

El alcance de la futura reforma era considerable, subrayaba el autor. La situación de los bancos y las financieras revelaba su fragilidad, el mercado extrabursátil desreglamentado era de gran envergadura y el mercado bursátil carecía, en general, de importancia.

En la época en que se redactó el informe (1985) existían treinta y un bancos comerciales, doce financieras, ocho instituciones de ahorro y crédito y veintisiete aseguradoras. Los bancos estaban excesivamente fragmentados, no eran competitivos, estaban descapitalizados, se habían extendido demasiado y se encontraban en una situación general precaria.

Basándose en las observaciones previas de Price Waterhouse, el informe de Arthur Young explica que en el período 1980-1984 se redujo el nivel de los depósitos de ahorro, los depósitos a la vista se mantuvieron estancados y los bancos comerciales y las financieras tuvieron que recurrir cada vez más al crédito del Banco Central, única fuente importante de crédito interno. Tal dependencia de la ventanilla de redescuento del Banco Central significaba que una parte considerable de los fondos prestables se "dirigían" hacia inversiones específicas en ciertas áreas o a la compra de obligaciones del Estado.

En 1985, la actividad de las dos bolsas de valores se limitaba a la negociación de cédulas hipotecarias del sector privado emitidas por bancos comerciales y financieras, o a la negociación de ciertas obligaciones del Estado como los bonos de estabilización monetaria. La ausencia de negociación de acciones y otras participaciones de capital se debía a que no

existía un mercado masivo, una tradición bursátil, ni leyes relativas a la divulgación de información financiera, y los impuestos a los dividendos eran elevados en relación con los demás. **Muchas de estas razones siguen siendo válidas en 1992.**

Otra similitud entre el presente y el año 1985 era el auge de un mercado extra-bancario ilegal. En 1984, pasaban por este mercado unos US$30.000 millones, es decir, un 3,8% del PIB o el 10% de los activos combinados de los bancos del sector privado.

En el estudio de Arthur Young se menciona un informe del Banco Mundial donde se concluye que el marco normativo impidió el desarrollo del mercado de capitales. El Banco Mundial recomendó crear un equipo de expertos para colaborar con el gobierno de Ecuador en la formulación de las leyes que reglamenten la divulgación de información financiera de las empresas, la auditoría de normas, la suscripción y colocación de títulos y otras cuestiones conexas. Posteriormente, USAID hizo eco de esta recomendación, como se explica en la última parte de esta sección.

El informe de Arthur Young hacía mucho hincapié en que la AID participe activamente en el desarrollo de mercados financieros. Durante la visita del autor, la misión se encontraba en proceso de finalizar el Proyecto de Análisis de Política Macroeconómica (MPAP). Su objetivo era, en primer lugar, analizar los principales obstáculos a la movilización del ahorro interno y al desarrollo de un mercado nacional de capitales, y, en segundo lugar, a elaborar un plan para reformar las medidas de política según sea necesario mediante dos programas de la misión: a) un proyecto trienal de desarrollo de mercados de capital y b) un proyecto bienal de administración fiscal.

3. Ecuador Macroeconomic Policy Analysis Project: Capital Markets Report [Proyecto de análisis de política macroeconómica (MPAP) en Ecuador: Informe sobre los mercados de capitales] SRI, julio de 1986

El análisis del mercado de capitales realizado en el proyecto MPAP fue repetido el siguiente año por Stanford Research Institute (SRI) en julio de 1986. Este informe, sumamente técnico, contiene un análisis económico completo de los factores que inhiben el desarrollo de un mercado de capitales en Ecuador. Describe la situación de las tasas de interés, el ahorro y el crédito; la deuda, los mercados de participación de capital y su reglamentación; la captación de recursos y la supervisión de instituciones financieras; los programas de crédito del gobierno y los subsidios, y el papel de la asistencia técnica extranjera.

Entre los desincentivos al desarrollo de un mercado de capitales cabe mencionar la disponibilidad de crédito a bajo costo, financiado o controlado por el gobierno, a tasas de interés reales negativas; una política tributaria que favorecía mucho más al endeudamiento

que a la participación de capital; medidas gubernamentales que prohíben a las empresas emitir títulos de deuda a tasas superiores a la tasa bancaria máxima de préstamo; el requisito de que toda la deuda de las sociedades anónimas debe estar respaldada por bienes raíces; burocracia y falta de divulgación de información financiera.

En el informe se presentan varias conclusiones, una de las cuales sigue siendo vigente en 1992 y es la necesidad de reformar el sistema de seguridad social. Los autores sugirieron dar más flexibilidad al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) para invertir en títulos de deuda y de participación de capital de sociedades anónimas del sector privado. Esto, a su vez, podría generar un monto apreciable de fondos para respaldar un mercado privado de capitales más amplio. En cuanto a la venta general de acciones del gobierno en empresas del sector privado, se consideró la venta de activos del IESS, como el edificio del Hotel Quito.

4. Capital Markets Assessment and Follow-up [Evaluación y seguimiento de mercados de capitales], julio de 1987, preparado por Corpec (Corporación de Estudios Económicos y Consultoría, Cía. Ltda.)

Un año después, en julio de 1987, Corpec resumió los análisis contenidos en el informe de SRI, actualizó el avance logrado durante los tres años del gobierno de Febres Cordero y describió la fase recesiva de la economía que tuvo lugar entre 1985 y 1987. Los autores explicaron que, entre otros factores, el terremoto del 5 de marzo de 1987 afectó gravemente a la economía al interrumpir la producción de petróleo. Este hecho y sus repercusiones se analizan con mayor detalle en el informe del Banco Mundial de 1991.

5. Ecuador: Public Sector Reforms for Growth in the Era of Declining Oil Output [Ecuador: reformas del sector público para lograr el crecimiento en una época de decreciente producción petrolera], Banco Mundial, 1991

El terremoto de 1987 tuvo un efecto devastador en la economía, porque destruyó el único oleoducto de Ecuador y provocó una interrupción de tres meses de las exportaciones de petróleo. La contracción de la producción y de los precios del petróleo, aunada a intensas lluvias e inundaciones, causó graves problemas a la economía. Por otra parte, la inflación, que había disminuido de 39% en 1983 a 21% en 1986, se disparó a 86% en 1988. El deterioro de la economía tocó fondo entre fines de 1987 y el primer semestre de 1988.

Cuando el Presidente Borja asumió el poder en agosto de 1988, comenzó a implantar un vigoroso programa de ajuste que combinaba medidas fiscales y monetarias con un control de las transacciones cambiarias. Los precios internos del petróleo se elevaron casi un 100%, el

sucre sufrió una devaluación del 42%, se redujeron algunos gastos fiscales y se incrementaron algunas tarifas e impuestos indirectos. La reforma logró frenar el déficit fiscal y permitió a las autoridades alinear la política monetaria con las medidas de estabilización.

6. **Ecuador's Financial System and Macroeconomic Policy: Implications for Stabilization and Growth [El sistema financiero y la política macroeconómica de Ecuador: Repercusiones sobre la estabilización y el crecimiento], Sigma One Corporation, febrero de 1991.**

La inflación, sin embargo, se convirtió en un problema enorme que no ha desaparecido. Como se explica detenidamente en el informe de Sigma One, preparado en febrero de 1991, un rasgo importante del panorama económico de Ecuador durante casi toda la década de los ochenta ha sido la prolongada y creciente inflación. De hecho, la conclusión principal de este informe es que la alta inflación es el problema más acuciante para la economía y las autoridades ecuatorianas. Los autores sostienen que si no se reduce la inflación a un nivel tolerable, fracasará todo intento de reestructuración de la economía y de crecimiento económico. La clave para ganarle la batalla a la inflación, agregan, es continuar el proceso de reforma financiera prestándole cada vez más atención.

B. Informes sobre el mercado de valores

USAID/Quito comenzó a prestar considerable respaldo técnico al proceso de reforma del sector financiero en 1987 con la contratación del Sr. Lewis Mendelson, abogado de la SEC, quien trabajó con una comisión tripartita sobre el desarrollo del mercado de capitales en Ecuador. Desde esa época, el Sr. Mendelson ha continuado colaborando con el proceso. Sus actividades se han complementado con las del Sr. Jonathan Miller, quien fuera contratado por la Administración de Desarrollo de Ultramar del Reino Unido para enumerar las condiciones que se requieren para establecer un mercado de capitales. En esta sección se resumen los informes sobre los mercados de valores que prepararon Mendelson y Miller.

1. **Report of the Tri-partite Commission [Informe de la comisión tripartita], preparado por Lewis Mendelson para USAID, 15 de octubre de 1987**

En 1987 se constituyó una Comisión Tripartita con el respaldo de USAID, institución que suministró los servicios de consultoría técnica del Sr. Lewis Mendelson (SEC). La Comisión estaba integrada por representantes de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, la asociación de agentes de ambas y la Superintendencia de Compañías.

El objetivo de la comisión era fortalecer el mercado nacional de valores mediante:

- la integración, ampliación y fomento de los mercados de valores;
- la integración de las bolsas para consolidar un mercado nacional;
- la aplicación de un marco normativo universal;
- la creación de oportunidades de inversión para el pequeño ahorrador;
- el respaldo de un fuerte mercado secundario, y
- la expansión de la gama de instrumentos financieros.

Se identificaron los siguiente obstáculos para el desarrollo del mercado: régimen tributario, tasas de interés negativas, tradición, privacía, falta de divulgación de información financiera, transacciones empresariales cerradas, normas contables deficientes y control parcial del mercado de valores.

La comisión recomendó implementar un plan en tres fases, cuyos objetivos eran:

a. Reforzar los recursos humanos y las instalaciones del departamento de valores de la Superintendencia de Compañías;

   Iniciar cambios estructurales y funcionales en las bolsas de Quito y Guayaquil, sobre todo la venta de acciones de la Corporación Financiera Nacional en las dos bolsas y el traspaso de propiedad de las bolsas a los agentes;

   Preparar nuevas reglas y disposiciones para la Superintendencia de Compañías;

   Impartir programas de capacitación;

   Preparar un proyecto de ley a nivel técnico y de políticas para presentarse al Congreso.

b. Conseguir la participación y cooperación de la Superintendencia de Bancos para preparar y adoptar un marco normativo que reglamente el mercado extrabursátil, incluyendo instituciones bancarias y financieras bajo su control;

c. Adoptar una nueva ley de valores para crear la CNV --una institución con las funciones de la SEC-- con el objeto de transformar las bolsas en entidades sin

fines de lucro y permitir la formación de organizaciones autorregulatorias bajo el control de la CNV.

El informe señala que las operaciones de las bolsas de valores disminuyeron sensiblemente entre 1985 y 1987. Una de las razones, que aún sigue siendo un factor significativo, fue el fuerte aumento del volumen de actividad de los bancos y financieras fuera del mercado bursátil.

Se explica además que el mercado para la negociación de acciones en el mercado bursátil prácticamente era inexistente y sumamente concentrado, lo que en gran medida se atribuye a que la mayoría de las empresas mantiene una estructura cerrada y familiar. En 1986, sólo había 39 empresas registradas en el mercado bursátil: 22 eran compañías comerciales, 10 eran bancos, 6 eran financieras y una era una bodega. De todas ellas, solamente se cotizaban acciones de 22. Debido a la índole cerrada de las operaciones empresariales y a otros factores, eran muy pocas las acciones que se negociaban.

2. <u>Comments on Proposed Stock Market Law</u> [Comentarios sobre el borrador del proyecto de ley de mercado de valores], preparados por Lewis Mendelson para USAID, 19 de noviembre de 1988.

En noviembre de 1988, Mendelson regresó a Ecuador para revisar y formular comentarios sobre el borrador de un proyecto de ley de mercado de valores. Como él mismo lo dice en la introducción de su informe, el hecho de que hubiese un proyecto de ley representaba un importante paso al frente.

En el borrador del proyecto de ley de 1988 se proponían cinco avenidas principales para mejorar el marco normativo existente:

- introducir una estructura regulatoria integral mediante la creación de la CNV;
- permitir la emisión pública de valores;
- proporcionar incentivos en materia de impuestos;
- crear un mercado más centralizado, y
- reforzar la protección a los inversionistas.

En opinión de Mendelson, el borrador del proyecto de ley contemplaba un marco normativo cuyo éxito dependería mucho de las personas encargadas de ponerlo en práctica. Recomendó modificaciones en cuatro puntos básicos, entre ellos:

- Fortalecer la estructura de la CNV. Consideraba que era imposible hacer funcionar la estructura propuesta y recomendó establecer una entidad pequeña, de alto nivel, independiente y de plena dedicación;

- Traspasar la propiedad de las bolsas: del gobierno y/o otros sectores de la iniciativa privada a los miembros de las bolsas. Esto daría más capacidad autorregulatoria a las instituciones;

- Reducir las restricciones sobre la propiedad de los puestos en las bolsas;

- Alentar y autorizar la reglamentación de las compañías de inversión.

El borrador del proyecto de ley de 1988 nunca se convirtió en ley. Se efectuaron revisiones considerables entre 1988 y 1992 y se incorporaron muchas de las primeras recomendaciones de Mendelson. A continuación se describen algunas de las revisiones:

3. **Report of the Proposed Capital Market Law [Informe sobre el borrador del proyecto de ley de mercado de capitales], preparado por Lewis Mendelson para USAID, 13 de marzo de 1992**

4. **Informe Preliminar sobre los Borradores de la Ley de Mercado de Valores, Fechados 1 de abril y 20 de abril de 1992, preparado por Lewis Mendelson para USAID, 1 de junio de 1992**

En la primavera de 1992, Mendelson preparó dos informes sobre tres borradores del proyecto de ley de mercado de valores: uno en marzo y uno, más detallado, en junio.

Los borradores revisados le parecieron mucho mejores que las versiones preliminares y contenían lo que Mendelson consideraba una estructura excelente para la reglamentación y el desarrollo del mercado de capitales a través de la CNV. Los dos informes presentan un análisis detallado centrado principalmente en la estructura regulatoria, las emisiones públicas y los intermediarios.

Basándose en las primeras recomendaciones de Mendelson, en los nuevos borradores se definían cuidadosamente las facultades y funciones de la CNV, las bolsas de valores, los agentes y todos los que participaban en el mercado. En su opinión, una de las modificaciones más importantes es que se haya incorporado su sugerencia de crear una comisión con autoridad centralizada cuyos integrantes serían nombrados por el Presidente del país. De esta manera se mitigarían los efectos negativos de la fragmentación de la estructura regulatoria de Ecuador, en la cual no se aplican las mismas disposiciones a todos los participantes del mercado.

En otras disposiciones de los nuevos borradores se concedía más autoridad investigativa a la CNV, se creaban nuevos registros para auditores y evaluadores de riesgos, se contemplaba un mercado extrabursátil reglamentado y se incluían definiciones más claras con respecto a la prohibición de utilizar información privilegiada.

Además, en los nuevos borradores se contemplaba una mayor protección de los inversionistas en emisiones públicas y se describía el sistema de distribución. Los borradores revisados centralizarían el mercado de capitales en las dos bolsas existentes pero permitirían la operación de un mercado extrabursátil. Se especificaba que los valores cotizados en las bolsas no podrían negociarse en el mercado extrabursátil, el cual estaría reglamentado en forma paralela a las bolsas de valores.

5. Report on Setting Up a Capital Market [Informe sobre la creación de un mercado de capitales], preparado por Jonathan Miller para la Administración de Desarrollo de Ultramar, junio de 1992

En este informe, el autor analiza los objetivos y estipulaciones del borrador del proyecto de ley de mercados de capitales, fechado el 20 de abril de 1992. Examina las necesidades técnicas del gobierno de Ecuador y los recursos disponibles para atenderlas.

Los objetivos declarados en el borrador, al mes de junio de 1992 eran:

- suministrar los medios para financiar empresas ecuatorianas con ahorro interno;
- extender la reglamentación del mercado de valores más allá de las bolsas para incluir también al mercado extrabursátil;
- proteger los intereses de los inversionistas;
- ampliar la propiedad accionaria, y
- mejorar y modernizar el marco legal e institucional del mercado de valores.

Miller afirma que el borrador del proyecto de ley de mercado de valores ha estado en preparación durante diez años. Coincide con Mendelson en que el borrador de abril de 1992 es mucho mejor que las versiones preliminares. Sin embargo, señaló que las sanciones propuestas eran débiles, las disposiciones relativas al personal y los recursos financieros no parecían ser eficientes, ni tampoco las que se referían al control de los asesores de inversiones.

Miller observó que la dificultad principal será transformar las bolsas de valores en entidades sin fines de lucro, dado que para ello se requiere una aceptación del 100% de los accionistas y esto no es posible. Explica además que el 70% de la Bolsa de Guayaquil pertenece a la CFN, el 20% a los agentes y casas de bolsa y el 10% a accionistas externos. La Bolsa de Quito tiene 382 accionistas, de los cuales la CFN es la principal (34% del capital)[1]. Miller señala que la transformación de las bolsas en entidades sin fines de lucro es importante para evitar que se presenten problemas de conflicto de intereses, pero que no es una cuestión que deba resolverse de inmediato. Ofrece además una solución posible y describe el procedimiento a seguir para efectuar dicha transformación.

Recomienda que el nuevo gobierno implante un Programa de Desarrollo del Mercado de Capitales con objetivos claros en materia de políticas y los pasos necesarios para alcanzarlos. El nuevo gobierno deberá prestar especial atención a:

- completar las medidas legislativas necesarias para el funcionamiento del mercado de capitales;
- crear las organizaciones regulatorias necesarias;
- establecer reglamentaciones;
- crear la capacidad y la estructura necesaria para que el gobierno pueda administrar las emisiones primarias;
- poner en práctica un programa de relaciones públicas, asistencia técnica y capacitación para preparar a los emisores a captar fondos mediante emisiones públicas de valores;
- preparar al público para participar en el mercado, y
- revisar y enmendar el marco legal, fiscal, institucional y regulatorio.

6. <u>Draft Strategic Plan for the Implementation of Ecuador's Securities Market Law</u> [Borrador de un plan estratégico para implementar la ley de mercado de valores de Ecuador], preparado por Lewis Mendelson para USAID, 1 de agosto de 1992.

[1]Cabe destacar que durante el FSDP (octubre de 1992), la CFN vendía acciones al sector privado en ambas bolsas.

Como complemento a su trabajo previo y al de Jonathan Miller, Lewis Mendelson presentó un borrador de un plan estratégico para implementar la ley de mercado de valores de Ecuador el 1 de agosto de 1992. El informe contiene directrices prácticas para que las autoridades ecuatorianas hagan efectivas las disposiciones de dicha ley. Examina la dirección necesaria para el plan de la CNV, los recursos financieros y humanos necesarios y el tipo de capacitación requerida y las decisiones fundamentales sobre las bolsas de valores, los bancos y la privatización, todo lo cual afecta el funcionamiento de la CNV. En su informe, Mendelson supone que el proyecto de ley sobre el cual prestó sus servicios de consultor se convertirá en ley a corto plazo con pocas modificaciones.

Mendelson reitera la importancia de una buena dirección, al sugerir el nombramiento de un presidente de la CNV. Otra cuestión que subraya es el aprovisionamiento suficiente de recursos para los primeros años del funcionamiento de la CNV. Los recursos podrían provenir del gobierno, del sector privado y de instituciones donantes internacionales.

Mendelson señala varias decisiones clave que deberán tomarse a corto plazo, como transformar las bolsas de valores en sociedades anónimas sin fines de lucro, establecer instituciones de compensación y registro bursátil, definir la función de los bancos y las de la CNV en el desarrollo y la privatización.

Por último, analiza los aspectos prioritarios que deberán atenderse para introducir gradualmente la nueva reglamentación. Examina la fase de transición (respaldo presupuestario, formulación de leyes y reglamentos) y la organización de la CNV (administración, divulgación y revisión de información financiera, supervisión y reglamentación del mercado, asesores y compañías de inversión, cumplimiento de las leyes y Consejo General).

Con base en esta información se contrató a Price Waterhouse para elaborar un plan estratégico y un plan de acción para respaldar el desarrollo de un mercado de capitales. Para ello, Price Waterhouse preparó el Proyecto de Desarrollo del Sector Financiero (FSDP). Dado que gran parte de las primeras actividades se han centrado en el marco normativo, el equipo se dedicó básicamente a confirmar las observaciones previas y a examinar otras cuestiones que han obstaculizado el desarrollo del mercado de capitales. En el siguiente capítulo se analizan los factores que desalientan la participación del sector privado en el mercado bursátil.

IV. Información recogida

A. Objetivos de las entrevistas

Como se indicó en el capítulo anterior, el desarrollo del mercado de capitales ha sido objeto de considerable estudio en los últimos ocho años. Según una conclusión señalada en varios informes anteriores que sigue siendo válida --quizás más que nunca--, la mayor parte de la actividad del mercado de capitales se desarrolla al margen de las bolsas y como tal no está sujeta a normas. A fin de comprender por qué se da esta situación, el equipo entrevistó aproximadamente cincuenta personas de los sectores privado y público. El equipo procuró responder las siguientes preguntas fundamentales concentrándose especialmente en el papel de los empresarios privados:

- ¿Por qué las empresas no recurren a la bolsa?
- ¿Dónde obtienen capital actualmente las empresas?
- ¿Existe la necesidad de un mercado de capitales?
- De existir dicha necesidad, ¿cuáles son los principales obstáculos al desarrollo de un mercado de capitales?

A continuación se presenta una lista más completa de las preguntas y de las respuestas resumidas.

B. Preguntas y respuestas

1. ¿Por qué las empresas no recurren a la bolsa?

La principal razón es que no perciben que la bolsa pueda reportar un beneficio adicional. Además, las empresas están acostumbradas a utilizar fuentes privadas de financiamiento y confían en sus relaciones con los bancos. Aunque no es fácil cambiar esta mentalidad, se considera que la cultura podría cambiar lentamente.

Se mencionaron varios factores disuasivos, entre otros:

Las comisiones. La comisión cobrada en las transacciones bursátiles se considera un factor disuasivo, principalmente porque las empresas no consideran que la bolsa reporte un beneficio adicional que justifique una comisión.

Demoras. Se señalaron la burocracia y las demoras como obstáculos que impiden generar capital en los mercados públicos. Las demoras parecen ser consecuencia de una ley de compañías anticuada. También se señaló que el horario limitado de funcionamiento de la bolsa es un problema para los intermediarios financieros.

Incapacidad de los mercados para colocar valores. Se observa una falta de confianza en la bolsa de parte del sector privado, y la ausencia de una red de distribución desarrollada. Se han establecido redes de distribución a través de bancos privados y fuentes privadas, y las empresas confían en esos sectores.

Falta de normas en el mercado extrabursátil. Varios participantes de los mercados señalaron que la existencia de discrepancias en la aplicación de las reglas del juego explica la falta de un mercado centralizado coherente. También se señaló el temor de que el Estado estuviera enterado de las actividades de las empresas y que el Estado interviniera en el mercado.

Demoras en la liquidación. Actualmente el mercado no está lo suficientemente desarrollado para que se produzcan demoras considerables. Sin embargo, el marco legal actual que rige la liquidación ocasionaría problemas considerables en caso de que el mercado se ampliara.

Obligación de divulgar información financiera. Las empresas señalaron que prefieren no divulgar el resultado de sus operaciones. Sin embargo, muchas de ellas indicaron que la legislación exige que declaren sus resultados pero que ello no constituiría un obstáculo si el mercado reportara un beneficio adicional. Los impuestos no parecen constituir una valla a la participación en el mercado de capitales dadas las reducidas tasas que rigen actualmente.

Poca necesidad inmediata de capital. Si bien actualmente no existe una gran necesidad de capital para fines de ampliación, la empresas necesitan financiamiento a largo plazo para remplazar sus obligaciones a corto plazo.

2. ¿Dónde obtienen capital actualmente las empresas? ¿Existe disponibilidad de capital a largo plazo?

La mayoría de las empresas obtienen financiamiento a corto plazo a través de los bancos y fuentes privadas. Se dispone de muy poco capital a largo plazo.

3. ¿Existe la necesidad de contar con un mercado de capitales?

La mayoría de las empresas respaldan el desarrollo de un mercado de capitales y reconocen su utilidad para proporcionar financiamiento a largo plazo y desarrollar la economía del país. La mayor parte del sector privado indicó su voluntad de participar en el desarrollo de un mercado de capitales. Sin embargo, se observó un cierto grado de escepticismo en cuanto a la capacidad del sector privado para lograr un consenso con respecto a la manera en que debería desarrollarse el mercado.

4. ¿Cuáles son los principales obstáculos al desarrollo de un mercado de capitales?

No hubo consenso con respecto al obstáculo principal. Las obstáculos que se citaron con mayor frecuencia fueron la cultura bancaria y la burocracia.

5. Si existiese un mercado desarrollado que reportara beneficios adicionales, ¿podrían las empresas generar capital en el mercado? ¿Se teme la pérdida de control?

Las empresas estarían dispuestas a participar en el mercado si tuvieran confianza en él y si reportara un beneficio adicional. La pérdida de control no es un factor importante porque las empresas pueden optar por retener participación mayoritaria y vender una parte minoritaria del patrimonio a fin de generar capital a través del mercado.

6. ¿Tienen las empresas confianza en la bolsa? De existir problemas de confianza, ¿habría manera de lograr un cambio? ¿Cómo?

La confianza de los participantes de la bolsa no se ha fortalecido, mientras que los particulares sí confían en los bancos. Esta situación podría cambiar lentamente si se pensara que la bolsa reporta un beneficio suplementario y si se conociera mejor cómo funciona la bolsa. La mejor manera de lograr este objetivo sería a través de la participación de los bancos en el mercado bursátil.

7. ¿Puede la intervención del Estado limitar la participación en el mercado?

La intervención del Estado en las bolsas ha disuadido al sector privado de participar en el mercado, debido principalmente a la desconfianza generalizada con respecto a los sistemas que el Estado utiliza y controla.

8. ¿Existen problemas para comprender cómo funciona el mercado y las oportunidades que existen para generar capital en emisiones públicas?

Uno de los temas que se planteó con frecuencia en nuestras reuniones es la mentalidad ecuatoriana de recurrir al financiamiento bancario y a los bancos como intermediarios. Ello se debe en parte a la falta de alternativas para la inversión a largo plazo y también a una falta de familiaridad con el mercado. Las empresas privadas comprenden la necesidad de contar con financiamiento a largo plazo, y aunque puedan necesitar asesoría para organizar sus

emisiones públicas, la falta de información con respecto a los mercados de capital no parece ser un grave obstáculo para la participación en el mercado.

9. ¿Existen recursos suficientes para invertir en la bolsa? ¿Cuáles son las fuentes?

Ecuador cuenta con considerables recursos. La mayoría están invertidos a través de los bancos. Además, el volumen de capital fugado es elevado. Parte de estos recursos podrían reasignarse a través de un mercado de capitales a largo plazo si se adoptaran medidas de política macroeconómicas y legales apropiadas. Sin embargo, en general se considera que para lograr un desarrollo sustancial del mercado, se requieren fuentes institucionales, como los fondos de pensiones y los fondos comunes de inversión..

10. ¿Qué problemas existen con respecto a la legislación vigente sobre la formación de capital?

Los principales problemas con respecto al marco jurídico actual son la ausencia de condiciones parejas debido a la falta de normas sobre el mercado extrabursátil y a las disposiciones legales anticuadas en la Ley de Compañías. Dichas disposiciones atrasan las emisiones y controlan el tipo de instrumentos que pueden crearse. Las medidas de política que prohíben la indexación y restringen la inversión extranjera también agravan el problema. Todo esto inhibe de manera significativa la participación en el mercado.

11. ¿Qué tipo de valores se venden fuera de las bolsas? ¿Cuál es el tamaño del mercado extrabursátil?

No existen estadísticas con respecto al tamaño del mercado extrabursátil; se piensa que dicho mercado es por lo menos 10 a 20 veinte veces más grande que el mercado bursátil oficial. El mercado extrabursátil consiste principalmente en instrumentos de deuda privada a corto plazo.

V. EVALUACIÓN Y ENFOQUE ESTRATÉGICO

A. Introducción

En esta sección del informe FSDP de Price Waterhouse, se examinan las conclusiones de los informes anteriores, se incorpora la información obtenida recientemente y se presenta el análisis efectuado por el equipo sobre las limitaciones y oportunidades del mercado de capitales ecuatoriano. Luego se propone un enfoque estratégico para desarrollar el mercado de capitales.

La presente sección se divide en dos partes principales. La primera parte proporciona un marco conceptual que más adelante permite efectuar un análisis del respaldo programático al desarrollo de un mercado de capitales. Se definen los mercados de capital y la función que cumplen; además, se resumen las condiciones actuales del mercado en Ecuador, el marco actual de la política económica y la legislación propuesta.

En la segunda parte se recomiendan cinco objetivos estratégicos así como las iniciativas necesarias para lograrlos. Los cinco objetivos son: integrar el mercado nacional de valores; movilizar recursos de inversión a mediano y largo plazo; establecer un marco normativo transparente; fomentar la "cultura" de mercado; y crear sistemas e instituciones de mercado.

B. Mercados financieros

Los mercados financieros se subdividen, de manera un tanto arbitraria en lo que se refiere a su demarcación exacta, en dos segmentos principales: el mercado del crédito bancario y el mercado de valores. A su vez, el mercado de valores se subdivide según el vencimiento de los valores negociados en el mercado "de dinero" a corto plazo y el mercado de "capitales" a mediano y largo plazo. Ademas, el mercado de capitales está compuesto de dos segmentos, según la naturaleza de las obligaciones negociadas: el mercado de "títulos de deuda" y el mercado de "títulos de participación de capital".

Aunque estas distinciones son útiles para fines de análisis y declaración, los nuevos instrumentos financieros que se ofrecen en cada uno de estos segmentos restan claridad a algunas de dichas distinciones ocasionando una creciente duplicación de funciones entre las instituciones especializadas del mercado. Por lo tanto, en muchas partes del mundo los bancos realizan, cada vez más, operaciones de emisión y colocación directa de "valores" del mercado de dinero, tales como los certificados de depósito y toda una serie de instrumentos derivados reajustables en función de un índice. Por otra parte, se han creado emisiones de títulos de deuda a mediano y largo plazo que permiten invertir en instrumentos con características similares a las de participaciones de capital. Lo que sigue siendo cierto es que las partes que integran los mercados de capital están fundamentalmente interconectadas y son

interdependientes. Los hechos que ocurren en un segmento del mercado inevitablemente afectan a otros sectores, y lo ideal es que se produzca un efecto positivo al aumentar la especialización de los instrumentos financieros, la competencia y la eficiencia. Asimismo, las funciones de un mercado de capitales, y sus distintos componentes, permanecen esencialmente vinculadas a la naturaleza y características del sector productivo de la economía, y su evolución debe ser acorde a las oportunidades y necesidades concretas y coyunturales de cada país. Un conocimiento internacional es una valiosa guía pero no existe una receta universal para desarrollar los mercados de capitales que no tenga en cuenta la estructura y características específicas de la economía general, o la estructura específica de otros elementos del mercado financiero en cada país.

C. Características deseables de un mercado de capitales

Desde el punto de vista del desarrollo de la economía, los mercados de capitales deben reunir las siguientes características principales:

- Capacidad de movilizar un volumen de ahorro privado externo e interno que pueda contribuir significativamente al financiamiento de la inversión;
- Capacidad de asignar el ahorro eficientemente a las inversiones de mayor valor;
- Capacidad de fomentar la eficiencia global del sistema financiero;
- Transparencia y eficiencia en las operaciones, con seguridad y protección contra abusos potenciales tanto de los emisores como de los inversionistas.

D. Resumen de las condiciones del mercado ecuatoriano

Las características económicas y financieras clave que se presentan en esta sección orientan la formulación de una estrategia apropiada para desarrollar el mercado de capitales en Ecuador.

En primer lugar, cabe recordar que la economía ecuatoriana está dominada por un sector petrolero estatal, al que le sigue en importancia un número reducido de exportaciones de productos agrícolas y pesqueros como el camarón, el plátano, el cacao y el café. El sector manufacturero tiende a ser de pequeña escala y dirigido en gran parte hacia las necesidades del mercado interno como, por ejemplo, bebidas, productos farmacéuticos, textiles y ensamblado de productos electrodomésticos. Un número relativamente pequeño de empresas de propiedad concentrada dominan la producción en cada uno de estos sectores clave. La renuencia de estas empresas a aceptar la libre divulgación de información financiera al

público, o de ampliar la participación en el patrimonio accionario, tradicionalmente ha obstaculizado la emisión de instrumentos financieros del sector privado para su colocación en el mercado de valores interno. En consecuencia, el Estado, a través del Ministerio de Finanzas, el Banco Central y un número reducido de instituciones financieras de desarrollo, ha sido la principal fuente de los valores a mediano y largo plazo disponibles en el mercado. Por supuesto, el Estado emite títulos de deuda y no de participaciones de capital.

Por el lado de la demanda, el hecho de que el ingreso medio es bajo y que la distribución del ingreso es muy sesgada limita gravemente el tamaño actual del mercado. Las inversiones de un pequeño número de personas muy acomodadas y de unas pocas empresas están divididas entre valores ecuatorianos a mediano y largo plazo y una enorme variedad de instrumentos que existen en el extranjero. Unas pocas compañías de seguros de vida compran contratos de reaseguro por montos elevados en el extranjero y sólo existe un reducido número de fondos de pensiones independientes, mientras que no existen fondos comunes de inversión organizados. Los ahorros que podrían destinarse a la inversión están fuertemente concentrados en el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) que, de hecho, es el principal comprador de los valores (públicos) a mediano y largo plazo.

Los bancos comerciales también invierten mucho en los valores públicos, y sin duda alguna son la fuerza dominante en los mercados financieros del país. De unos 30 bancos que existen en el país, los cuales mantienen operaciones de crédito directo, muchos de ellos han establecido operaciones de tarjeta de crédito, arrendamiento financiero, factoraje, y otras subsidiarias especializadas que proporcionan una amplia gama de servicios financieros. Varios bancos tienen participación en las intermediarias financieras y/o casas de bolsa afiliadas y, por lo tanto, ya gozan de una presencia importante en el naciente mercado de capitales del país. Los bancos son los principales emisores de certificados de depósito (CD) y negocian activamente instrumentos comerciales a corto plazo en nombre de las empresas de su clientela. La mayoría de las transacciones en valores iniciadas por bancos o subsidiarias financieras se realizan fuera del mercado bursátil.

Ecuador cuenta con dos bolsas de valores formales, establecidas en 1969 por la Corporación Financiera Nacional (CFN). La CFN sigue siendo el accionista mayoritario de la Bolsa de Valores de Guayaquil y además es el principal accionista en la Bolsa de Quito con un 30% de las acciones. El volumen de operaciones de las bolsas es bastante bajo, actualmente alcanza un nivel medio de US$0,5 millones diarios en Quito y aproximadamente la mitad de ese nivel en Guayaquil. Más de la mitad del volumen total de operaciones corresponde a transacciones en bonos emitidos por la Tesorería de Ecuador --que por ley deben ofrecerse a través de las bolsas-- y en billetes y certificados hipotecarios emitidos por bancos comerciales y comprados, casi íntegramente, por el IESS. Entre enero y fines de septiembre de 1992, sólo el 0,1% del volumen total de transacciones realizadas en la Bolsa de Quito correspondía a acciones.

Actualmente, la Bolsa de Quito consta de 26 "puestos", 6 de los cuales son para entidades estatales tales como el IESS, el Banco Central, la Tesorería, la CFN, etc. La Bolsa cuenta con varios centenares de accionistas y, por lo tanto, no es propiedad de sus miembros. Como se indicó anteriormente, el accionista principal de ambas bolsas es la CFN, la cual no ha fomentado activamente el desarrollo del mercado bursátil desde que la misma realizó su inversión inicial a principios de los años setenta.

En resumen, el mercado de capitales, entendido como el mercado de obligaciones a largo plazo y de participaciones de capital, prácticamente no existe en Ecuador. El sector público es el único que sostiene la reducida actividad existente, tanto en materia de compras como de ventas. La intermediación del sector privado a través de las bolsas es también, en gran medida, una actividad estatal por edicto.

Sin embargo, el mercado de valores incluye un activo mercado de dinero basado principalmente en las emisiones del sector privado. La mayoría de la transacciones del mercado de dinero se realizan al margen de las bolsas establecidas, fundamentalmente entre los bancos e intermediarias financieras que están autorizadas para negociar con todo tipo de valores pero que jurídicamente difieren de la casas de bolsas que son miembros de una bolsa.

El mercado de valores está sumamente fragmentado, realizándose muy pocas operaciones comerciales entre las dos bolsas, o entre las bolsas y el mercado extrabursátil.

Las normas que rigen el mercado de valores también están muy fragmentadas, ejerciendo el Banco Central, la Junta Monetaria, y la Superintendencia de Bancos un alto grado de influencia sobre las operaciones del mercado de dinero; la Superintendencia de Compañías sólo tiene un jurisdicción nominal sobre los emisores, las bolsas y los agentes de bolsa afiliados, y poco o ningún poder normativo sobre las transacciones en valores que se efectúan al margen del mercado bursátil establecido.

Gran parte de la estructura regulatoria que existe actualmente, sobre todo la de la Superintendencia de Compañías, es ineficaz y contraproducente, y constituye un freno al desarrollo futuro del mercado de valores. Los nuevos proyectos de ley en preparación y que podrían aprobarse en el corto plazo, mejorarán notoriamente la estructura normativa actual y proporcionarán un marco global para el desarrollo del mercado durante los próximos años.

E. Entorno legislativo y de política económica y sus repercusiones sobre un programa de asistencia de la Agencia para el Desarrollo Internacional (AID)

Como ya se ha señalado en el presente informe, hace más de diez años que en Ecuador se intenta ratificar una ley de mercado de valores. El gobierno saliente de Borja había contemplado un proyecto de ley para los mercados de valores como parte de un programa general de reforma legislativa del sector financiero, pero no logró la aprobación de todo el programa antes de transferir el poder al presidente entrante, Durán Ballén. Sin embargo, el nuevo gobierno también respalda firmemente una legislación de este tipo, y dado el amplio consenso sobre el tema que existe entre el gobierno actual y los legisladores de la oposición, cabe esperar que el proyecto de ley del mercado de valores sea aprobado a la brevedad. Asimismo, deberían aprobarse leyes estrechamente relacionadas en los siguientes campos: privatización, compañías, instituciones financieras, impuesto sobre la renta y seguridad social.

Entre las características deseables más importantes que se prevén en la nueva ley de mercado de valores se cuentan:

- la creación de una Comisión Nacional de Valores (CNV) independiente, con poder normativo sobre la emisión de valores y su correspondiente oferta al público, las bolsas de valores, las casas de bolsa afiliadas y no afiliadas, empresas de propiedad pública, asesores de inversión y compañías de inversiones;

- el reconocimiento legal de un mercado extrabursátil permanente, además de las bolsa de Quito y Guayaquil;

- la conversión de las dos bolsas en entidades autorreguladas sin fines de lucro cuyo patrimonio estaría en manos de los agentes miembros de las bolsas; creación de un mecanismo autorregulador para las intermediarias no afiliadas a ninguna de las dos bolsas a través de una Asociación de Auto Regulación, AAR; aprobación normativa y supervisión de las normas bursátiles y las reglas de la AAR por parte de la CNV, y

- reconocimiento de la importancia de los bancos comerciales para el futuro desarrollo del mercado de valores permitiendo a los bancos ser los dueños y operadores de casas de bolsa afiliadas a la bolsa o del mercado extrabursátil, bancos de inversiones/consultorías, compañías de inversión, etc.

Entre las características clave que se desearían para la legislación relacionada se cuentan:

- el establecimiento de criterios claros, mecanismos de procedimiento y autoridad para iniciar un programa de privatización de una amplia gama de empresas y servicios públicos;

- la simplificación de varias disposiciones de la actual ley de compañías para facilitar la formación de empresas, reglas de votación, transferencia de acciones y otras actividades de pertinencia para el desarrollo del mercado de capitales en Ecuador;

- la ampliación de la ley sobre instituciones financieras para establecer el derecho de los bancos y las intermediarias financieras de ser dueños de casas de bolsa y/o subsidiarias de admnistración de inversiones, reglamentar las operaciones del mercado de valores vinculadas a los bancos y permitir la indexación de los instrumentos financieros;

- la revisión de la ley del impuesto sobre la renta de sociedades para permitir la consolidación de las declaraciones de impuestos sobre la renta de empresas afiliadas y eliminar otras distorsiones que podrían seguir favoreciendo el financiamiento por la vía del endeudamiento en lugar del financiamiento mediante la emisión de títulos de participación de capital, y

- el establecimiento de empresas privadas de administración de fondos de pensiones y la transferencia de la totalidad, o una parte, de los fondos de pensiones que actualmente administra el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social.

F. Estrategia propuesta por USAID para desarrollar el mercado de capitales

Varias de las características de la estrategia general de desarrollo propuesta por la AID son esenciales para el desarrollo de un mercado de capitales eficiente en Ecuador. Entre los elementos clave del programa general de la AID se cuentan:

- asistencia en la formulación de la política macroeconómica y del sector financiero/diálogo sobre medidas de política;
- asistencia en la creación de un entorno competitivo para la inversión interna e internacional, y
- asistencia en la aplicación de los programas de privatización.

En esta sección se examinan cinco objetivos estratégicos específicos para el desarrollo de un mercado de capitales y las iniciativas que se recomiendan para lograrlos.

1. Integrar el mercado nacional de valores mediante la movilización de la iniciativa privada y la creación de un sistema de operaciones financieras interconectado y automatizado.

Principales iniciativas recomendadas

- eliminar las restricciones que subsistan sobre la participación de los bancos comerciales en el mercado de valores, siempre que dicha participación sea a través de subsidiarias especializadas y se cuente con una adecuada protección del capital de los bancos;
- incorporar las dos bolsas de valores nacionales al sistema de mercado nacional, conservando la identidad de éstas como dos "juntas" independientes y manteniendo su autonomía individual en cuanto a la propiedad del patrimonio, la autorregulación, las comisiones y los requisitos de inscripción;
- establecer una asociación que sirva de estructura autorregulatoria para las intermediarias del mercado extrabursátil que no están asociadas a ninguna de las dos bolsas;
- crear un sistema central de depositaría y liquidación para los valores que se cotizan en las bolsas a fin de inmovilizarlos, acelerar la liquidación y proporcionar mayor seguridad para los participantes del mercado, y

- reducir la participación directa del Estado en las operaciones del mercado de valores vendiendo las participaciones de la CFN en las dos bolsas y reduciendo el papel regulador de la Superintendencia de Compañías sobre las compañías que ofrecen valores al público.

Comentarios

La creación de instituciones especializadas que funcionen eficazmente en el mercado de valores, lo cual requiere locales para realizar operaciones, sistemas de información, servicios de corretaje, servicios de asesoría en inversiones, servicios de administración de inversiones, servicios de custodia y de transferencia, etc., exige un volumen suficiente de transacciones que permita recuperar los costos dentro de un marco competitivo, sin imponer una carga excesiva a los participantes del mercado. Ecuador tiene un mercado muy pequeño que actualmente no es capaz de mantener el grado de especialización exigido, en parte debido a la excesiva fragmentación que se observa. Como se señaló anteriormente, los bancos universales de Ecuador son, sin lugar a dudas, los protagonistas del mercado de dinero extrabursátil y son las instituciones financieras más solventes y técnicamente más avanzadas del mercado. No sería realista limitar la participación de los bancos en el marcado de valores --sin ir más allá de asegurar que se adopten medidas de protección adecuadas para evitar que el mercado de valores exponga a los depositantes bancarios a riesgos inapropiados y que la información sobre los emisores y los inversionistas reciba un trato confidencial-- y además se cerraría el acceso del mercado a la principal fuente de recursos y conocimientos especializados que existe para el desarrollo. Como ya sucede en Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Costa Rica, México, Panamá y Perú --y en gran parte de Europa occidental y Japón-- los bancos ecuatorianos deberían tener libertad para participar en el mercado de valores como propietarios de las casas de bolsa afiliadas o independientes, y como dueños o responsables de la administración de compañías de inversión, empresas de asesoría en inversiones, bancos de inversiones, etc.

Se necesita una estructura autorregulatoria como la NASD para asegurar que las intermediarias del mercado extrabursátil cumplan con las normas éticas y de prudencia. Al igual que las dos bolsas de valores formales, que además regulan directamente la actividad de sus miembros, esta nueva organización autorregulatoria deberá estar sujeta a las reglas y jurisdicción de la CNV.

Por último, se propone un sistema central de depositaría y liquidación, porque ello permitiría acelerar la liquidación de transacciones en valores y además fomentar la integración del mercado nacional de valores en Ecuador. Los participantes del mercado considerarán, con razón, que las transacciones en valores mantenidos en la depositaría central son más seguras. Esta mayor seguridad, junto con la reducción del costo por transacción, debería generar un volumen comercial secundario y una mayor liquidez. La existencia de una depositaría

central facilitará la creación de sistemas fiables de información sobre el mercado y fomentará la estandarización en la emisión de valores.

2. Movilizar recursos de inversión a mediano y largo plazo hacia el mercado de valores

Principales iniciativas recomendadas

- reformar el sistema de pensiones; como mínimo, habrá que mejorar la política de inversión y las prácticas del IESS, y posiblemente privatizar total o parcialmente la administración de los fondos de pensiones;

- autorizar la creación y la emisión pública de instrumentos financieros indexados, incluida la doble indexación del financiamiento para vivienda como manera de ofrecer una mayor protección contra la inflación a los ahorradores;

- reducir los obstáculos de entrada y salida y la tributación discriminatoria al capital de inversión de cartera nacional y extranjero, y

- facilitar la organización de fondos comunes de inversión y otros instrumentos de las compañías de inversiones a fin de movilizar el capital interno y fugado hacia a la inversión.

Comentarios

Los emisores sólo participarán en el mercado, y las instituciones necesarias correspondientes sólo se crearán si el mercado de capitales puede ofrecer ventajas claras a los emisores, a través de acceso a financiamiento a mediano y largo plazo, y ventajas claras de liquidez para los inversionistas. Es indispensable desarrollar el mercado desde la perspectiva del inversionista, sobre todo los inversionistas institucionales que cuentan con recursos y solvencia necesarios para proporcionar financiamiento a largo plazo. Sin la participación de dichas instituciones, no se conseguirán avances a través de la legislación, de las reformas de las normas o del desarrollo de las instituciones del mercado y sus intermediarios.

3. Establecer un marco normativo claro, uniforme y transparente para el mercado de valores, que cuente con recursos institucionales adecuados y autoridad para supervisar el mercado y hacer cumplir las disposiciones pertinentes.

Principales iniciativas recomendadas

- crear un Comisión Nacional de Valores que establezca normas sobre las actividades de los participantes del mercado, incluidas las compañías que

ofrecen valores al público, las casas de bolsa, las bolsas y las entidades autorreguladas, y

- revisar la legislación empresarial y bancaria para fomentar la oferta de acciones y facilitar la transferencia de éstas a través de las transacciones del mercado.

Comentarios

No hay mayores comentarios que hacer con respecto al marco normativo, el cual no fue analizado adecuadamente en la serie de análisis y informes de consultores citada en el Capítulo III. Sin embargo, cabe señalar una vez más la necesidad de examinar las deficiencias que siguen existiendo en la legislación sobre compañías e inversión extranjera que desalientan la creación de un mercado activo de participaciones de capital, y la necesidad de establecer un marco normativo para el mercado de valores que sea coherente y global en relación con las otras disposiciones reglamentarias que rigen el sector bancario y la actividad comercial.

Deberán adoptarse medidas interinstitucionales para asegurar que, de hecho, se apliquen y se cumplen las normas mínimas indispensables para mantener la competitividad y transparencia del mercado.

4. Fomentar el desarrollo de una "cultura" o idiosincracia de mercado que sea más sofisticada y acorde a las operaciones del mercado a través de programas de comunicación dirigidos al público en general, seminarios y capacitación especializada para los tesoreros de las empresas, intermediarios del mercado, contadores/auditores y entidades reguladoras.

Aunque es evidente la importancia que reviste la actividad educativa y promocional en el desarrollo del mercado, no puede exagerarse. Los participantes no sólo deben comprender que el mercado puede desarrollarse y satisfacer necesidades actuales no atendidas, sino que además deben estar conscientes de las condiciones que deben cumplirse, y de los requisitos que se les exigirá para que el mercado pueda evolucionar y funcionar como se desea.

5. Facilitar la creación de sistemas y instituciones de mercado, incluidos, por ejemplo, los bancos y los asesores de inversiones.

A medida que aumente el volumen de transacciones, habrá una necesidad de contar con una gama más amplia de instrumentos y una mayor variedad de instituciones financieras que puedan proporcionar servicios especializados a los emisores e inversionistas. En un programa de desarrollo del mercado de capitales se debe reconocer la necesidad de contar con dichas instituciones, y asegurar que se cumplen oportunamente las condiciones para su creación.

En el Capítulo VI, se resume un plan de implementación para desarrollar el mercado de capitales con la asistencia de USAID/Ecuador, la Fundación Ecuador y las Bolsas de Quito y

Guayaquil. Dicho plan se ha formulado en función de las iniciativas identificadas anteriormente.

VI. PLAN DE IMPLEMENTACION

A fin de poner en marcha las iniciativas descritas anteriormente, el equipo propone el siguiente plan de implementación. La tarea más inmediata es formar un comité directivo. Su papel será llevar a cabo actividades que respalden el desarrollo del mercado de capitales, con o sin la aprobación del proyecto de ley de mercado de capitales.

En esta sección se describe el objectivo, la composición y las actividades del comité directivo. Luego se propone un plan de acción para ejecutar algunas de las iniciativas clave de nuestra estrategia para desarrollar el mercado de capitales.

A. Creación de un comité

El primer paso del plan de implementación es crear un comité de alto nivel responsable y rector del proceso de desarrollo del mercado de capitales.

1. Objetivo

El comité perseguirá los cinco objetivos siguientes:

- desarrollar el mercado dentro de Ecuador;
- establecer un diálogo entre el sector privado y el gobierno;
- facilitar la unificación del mercado fragmentado;
- asegurar la continuidad del proceso, y
- centrar las tareas en el desarrollo del mercado.

2. Composición

El comité deberá tener como máximo diez integrantes y estar encabezado por representantes del sector privado. Los integrantes del sector privado deben ser de las bolsas, casas de bolsa, bancos, financieras e intermediarias financieras.

La clave para el éxito del comité es que sus miembros constituyan un verdadero grupo de trabajo, participando y contribuyendo activamente. Las reuniones deberán celebrarse con frecuencia y el comité deberá contar con el respaldo financiero de la Fundación Ecuador, sin perder su autonomía.

3. Actividades del comité

Las dos funciones del comité serán: 1) efectuar los análisis y mantener un diálogo sobre medidas de política y 2) formular y ejecutar un plan de acción. En esta sección se describe el papel del comité en lo que se refiere al análisis y el diálogo sobre medidas de política.

El grupo recurrirá a los siguientes medios para ejecutar sus actividades analíticas y para ejercer presión e influencia:

- identificar los temas;
- efectuar y dirigir el análisis, y contratar personal para realizar investigaciones y estudios;
- organizar mesas redondas para analizar los temas, y
- ejercer presión e influencia como grupo para que se aprueben las iniciativas.

Se celebrarán mesas redondas de alto nivel para establecer un consenso con respecto al diálogo sobre las medidas de política y los planes de acción, y diseñar un programa para fomentar el mercado.

Dada la necesidad apremiante de legislación que respalde el desarrollo del mercado de capitales y la privatización, la reforma de los fondos de pensiones y la promoción de la inversión extranjera, se deberán desplegar considerables esfuerzos para asegurar que se aprueben las leyes y normas esenciales. El diálogo relativo a las medidas de política deberá abarcar los siguientes elementos, entre otros:

- ejercer presión e influencia para que se apruebe la Ley de Mercado de Valores;
- formular cambios a la Ley de Compañías y ejercer presión e influencia para reducir el papel de la Superintendencia de Compañías con respecto a las empresas públicas, autorizar nuevos tipos de instrumentos financieros, y efectuar los cambios necesarios para establecer un sistema de depositaría central;
- diseñar otras alternativas de reforma y ejercer presión e influencia para modificar el sistema de pensiones;

- identificar los obstáculos a la inversión extranjera, y determinar si se debe reformar la ley de inversión extranjera y firmar un tratado tributario con Estados Unidos; ejercer presión e influencia para que éstos sean aprobados;

- proporcionar información que compruebe la viabilidad de la indexación utilizando la experiencia de otros países y ejercer presión e influencia para que la indexación sea aprobada;

- investigar métodos apropiados para introducir instrumentos adicionales de inversión y ejercer presión e influencia para que éstos sean aprobados, por ejemplo, los fondos comunes de inversión; determinar los obstáculos jurídicos, y

- asegurar la libre entrada al mercado de instituciones como las casas de bolsa con sujeción a criterios normativos diseñados para proteger a los inversionistas.

4. Necesidades de Asistencia Técnica

Se deberá contratar consultores por plazos breves a través de USAID/Quito y la Fundación Ecuador para formular las recomendaciones del diálogo sobre medidas de política, disciplinar al proceso y efectuar investigaciones en la medida que sea necesario.

Se requieren consultores especializados en bancos de inversiones/mercados de capital, cotizaciones y sistemas bursátiles automatizados, sistemas de depositaría centralizada, reforma de pensiones/indexación, cuestiones jurídica sobre la reforma de la ley de compañías y la ley de inversión extranjera, y fondos comunes de inversión.

B. Establecer y ejecutar un plan de acción

Simultáneamente con el diálogo sobre medidas de política, el comité directivo deberá crear un plan para lograr los objetivos citados más arriba y un consenso con respecto al plan. Las medidas específicas que adopte la Fundación Ecuador, USAID/Quito y las bolsas dependerán del plan que se formule y, por supuesto, de la aprobación de la legislación pertinente, y otros hechos que afectan el mercado directamente. Los cinco ejemplos de asistencia que podrían brindarse dependen de los marcos empíricos alternativos y son representativos de las iniciativas presentadas en nuestro enfoque estratégico. Las necesidades estimadas en materia de asistencia técnica, capacitación y comunicaciones se indican en cada ejemplo.

Objetivo: **Integrar el mercado**
Iniciativa: **Crear un sistema nacional de mercado computarizado y un sistema central de depositaría**

A través de asistencia técnica, capacitación y comunicación, USAID y la Fundación Ecuador podrían facilitar este proceso. Se podrá consultar a personas con conocimientos especializados en el establecimiento de mercados en países en desarrollo y a organismos con experiencia en sistemas comerciales avanzados tales como la NASD, Midwest Stock Exchange (Bolsa de Valores de la Región de Medio-oeste), la Bolsa de Valores de Vancouver y organismos similares.

Las medidas que deberán adoptarse incluyen las siguientes:

- analizar qué impedimentos legales e inherentes al mercado podrían surgir si se crea un mercado computarizado sin que se haya aprobado la Ley de Mercado de Valores;
- establecer una estructura organizativa y un plan empresarial donde se incluyan proyecciones de costos;
- fijar las especificaciones técnicas;
- analizar los requisitos y los costos del sistema, e
- instalar el sistema.

Deberá proporcionarse capacitación para la operación del sistema. Se podría considerar la posibilidad de que los cursos se impartan en el extranjero, por un breve período, en NASD o con miembros de NASD.

Estas actividades deberán complementarse con una iniciativa de comunicaciones centrada en los intermediarios del mercado, el sector privado productivo y el público. Deberá considerarse la organización de seminarios y el lanzamiento de una campaña publicitaria para difundir la creación del sistema.

Objetivo: **Movilizar recursos a mediano y largo plazo**
Iniciativa: **Reforma del sistema de pensiones**

Deberá prestarse asistencia técnica en los siguientes aspectos:

- analizar alternativas de reforma, desde el mejoramiento de las disposiciones y prácticas de inversión a la privatización de la administración de fondos de jubilación del seguro social;

- colaborar en el establecimiento de disposiciones relativas a la inversión y reglas de prudencia de las inversiones para los fondos de pensiones;

- analizar otros medios de administración monetaria por parte del Banco Central que no limiten las facultades discrecionales de los administradores de fondos de pensiones, y

- colaborar en el establecimiento del marco normativo para la operación del sistema de administración de fondos de pensiones.

Deberá considerarse la capacitación en administración de cartera para los administradores de fondos de pensiones, así como la capacitación en supervisión y reglamentación de fondos de pensiones para las autoridades regulatorias. Deberá entablarse una buena comunicación para explicar las modificaciones del sistema de pensiones. Esto deberá incluir una campaña de información al público así como seminarios para explicar las operaciones del nuevo sistema a los gerentes de los sectores público y privado.

Objetivo: **Establecer un marco normativo**
Iniciativa: **Crear una organización autorregulatoria y la CNV**

Se contempla la participación (a corto o largo plazo) de expertos en cuestiones normativas con experiencia en NASD/SEC. Dichos expertos trabajarán con la CNV, los bancos y las bolsas a efectos de:

- elaborar las reglas de la organización autorregulatoria, y obtener el consenso necesario para adoptar el método de operación de dicha organización;

- definir las funciones de las divisiones de la CNV; desarrollar un plan anual y uno quinquenal para cada división; colaborar en el proceso de redacción de las reglas;

- preparar un programa integral de supervisión y cumplimiento de las disposiciones, que incluya la organización autorregulatoria y la CNV, y

- considerar, en una etapa posterior, el desarrollo de la profesión de contador, con énfasis en la aplicación de los principios contables generalmente aceptados.

Deberá considerarse la capacitación personalizada en el país con cada jefe de división de la CNV así como visitas de formación al extranjero, que incluyan cursos dictados en la U.S. SEC y NASD.

Objetivo: Fomentar una "cultura" de mercado

USAID y la Fundación Ecuador deberán prestar asistencia técnica para elaborar un programa de capacitación y comunicaciones que dé a conocer el desarrollo del mercado de capitales. Deberán contemplarse cursos de capacitación para intermediarios financieros, contadores y legisladores así como un programa de difusión a través de medios masivos de comunicación y seminarios.

Objetivo: Desarrollar instituciones de mercado

Deberá contarse con la participación de expertos en inversión de cartera, nuevos instrumentos financieros, servicios de corretaje, fondos de capital de riesgo y fondos comunes de inversión. A fin de racionalizar los esfuerzos, los especialistas podrían proporcionar instrucción a cada entidad a través de un programa competitivo que brinde asistencia a los organismos que presenten las mejores propuestas. Además, se recomienda la colaboración de expertos externos con el sector privado ecuatoriano para encontrar la manera de fomentar coinversiones con bancos extranjeros.

Deberán organizarse seminarios para intermediarios financieros en temas tales como comercialización al por menor, estructuración de alternativas de inversión, suscripción y colocación de títulos, formación de clubes de inversión, operación de las casas de bolsa, valores con garantía hipotecaria, fondos comunes de inversión, operación del mercado de valores, inversión de cartera o capital de riesgo.

Los especialistas podrían colaborar con las universidades para impartir cursos en inversión de cartera, análisis financiero y operación del mercado de valores. Además, se podría crear un curso para formación de instructores.

Apéndice A

Bibliografía

Apéndice B

Personas Entrevistadas

QUITO

Banca

Corredores y Bolsa de Valores

Contadores/Auditores

Sector Público

USAID/Quito

GUAYAQUIL

Banca

Corredores y Bolsa de Valores

Sector productivo privado

Fundación Ecuador

Apéndice C

Alcance del Trabajo

Apéndice D

Anexo 1.

Anexo 2.

Anexo 3.

Anexo 4.

Anexo B

Organización del Comité para el Desarrollo del Mercado de Capitales

Una de las recomendaciones clave del Informe sobre el Desarrollo del Mercado de Capitales de Ecuador preparado por Price Waterhouse es establecer un comité directivo ecuatoriano, o un grupo de trabajo, con los siguientes objetivos:

- lograr que todas las categorías de participantes del mercado ecuatoriano intervengan en el desarrollo del mercado de capitales;
- establecer un diálogo permanente entre el sector privado y el gobierno;
- facilitar la unificación del mercado fragmentado;
- identificar los temas, efectuar/dirigir análisis, contratar personal para realizar investigaciones y estudios, divulgar información;
- dirigir y asegurar la continuidad del proceso, y
- centrar las tareas en el desarrollo del mercado, y ejercer influencia y presión en este sentido.

La importancia de un comité de este tipo para lograr los objetivos relativos al desarrollo del mercado de capitales ha sido confirmada en las consultas directas con los representantes de las dos bolsas de valores y la Fundación Ecuador. A continuación se presentan propuestas concretas sobre la composición del Comité para el Desarrollo del Mercado de Capitales (CMDC) y sugerencias con respecto a su organización y funcionamiento:

En primer lugar, en vista del análisis de las ventajas y desventajas de la intervención estatal directa en el CMDC, se recomienda que esta entidad sea plenamente representativa de todas las áreas del sector privado que tengan interés directo en el desarrollo del mercado de capitales, pero que no haya representantes del gobierno como miemoros permanentes. De esta manera se facilitaría la creación de un consenso en el sector privado, lo cual sentaría las bases para presentar ante el gobierno una posición unificada que no necesariamente tendría que seguir la orientación política gubernamental. El CMDC deberá mantenerse en contacto permanente con los organismos estatales clave, concretamente estos incluirían la Junta Monetaria, el Ministerio de Finanzas y el Congreso Nacional, pero deberá tener libertad para plantear su posición y actuar independientemente de consideraciones políticas.

Proponemos que los siguientes integrantes/representantes formen parte del CMDC:

- Bolsa de Valores de Quito
- Bolsa de Valores de Guayaquil
- Asociación de Agentes de Bolsa de Quito
- Asociación de Agentes de Bolsa de Guayaquil
- Asociación de Bancos Privados
- Asociación de Financieras
- Asociación de Intermediarias Financieras
- Cámara de Industrias de Pichincha
- Cámara de Industrias de Guayaquil
- Federación de Cámaras

El Presidente del CMDC debe ser una persona que goce de alto prestigio dentro de la comunidad financiera y estar plenamente comprometida al desarrollo del mercado de capitales.

Además, el CMDC deberá contratar a un profesional distinguido que ocupará el cargo de Secretario Ejecutivo y actuará como Presidente del Comité Ejecutivo, el cual estará integrado por el Secretario Ejecutivo y cuatro representantes de los organismos pertenecientes al CMDC. Los cargos serán asignados por elección en forma. El cargo de Secretario Ejecutivo debe ser un puesto remunerado, de tiempo completo, y contar con un asistente administrativo, una oficina y material logístico adecuado. Los gastos incurridos por la Secretaría Ejecutiva deberán financiarse a través de las contribuciones de cada uno de los organismos que integran el CMDC, con la posibilidad de que USAID o la Fundación Ecuador proporcionen un respaldo inicial parcial o de duración fija. En la medida de lo posible, las operaciones de la Secretaría deberán ser financiadas por los mismos integrantes del CMDC y en forma equitativa.

Crear el Comité para el Desarrollo del Mercado de Capitales llevará varios meses. En consecuencia, proponemos que la Fundación Ecuador organice un Comité Provisional Ad hoc para llevar el proceso adelante y actuar de homólogo del Equipo Asesor para el

Desarrollo del Mercado de Capitales durante principios de 1993, época en que se prevé la aprobación de la nueva Ley de Mercado de Valores y otras importantes iniciativas del gobierno. Tras un período de 6 a 12 meses, el Comité Provisional habrá adquirido naturalmente las características del CMDC "permanente" propuesto.

La Fundación Ecuador podrá contribuir a organizar el Comité para el Desarrollo del Mercado de Capitales contactando cada uno de los organismos integrantes propuestos a fin de analizar el concepto, conseguir el compromiso financiero necesario, y brindar apoyo inicial para la contratación de un Secretario Ejecutivo que reúna los requisitos necesarios.

El Comité Provisional, y luego el CMDC, se transformará en el principal homólogo del Equipo Asesor y de Asistencia Técnica para el Desarrollo del Mercado de Capitales proporcionando la dirección indispensable, orientación y seriedad en la ejecución para asegurar que los recursos externos de asistencia técnica se utilicen de la manera más eficiente.