

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

20

**SITUACION Y PERSPECTIVAS DE DESARROLLO
DEL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR**

Edison Ortiz-Durán



**COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD
POLITICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

**SITUACION Y PERSPECTIVAS DE DESARROLLO
DEL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR**

Edison Ortiz-Durán



NACIONES UNIDAS

**COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD
POLITICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

Santiago de Chile, junio de 1994

LC/L.830
Junio de 1994

Este trabajo es una versión abreviada del informe preparado por el Consultor Sr. Edison Ortiz-Durán. La edición técnica estuvo a cargo del Sr. Günther Held, Coordinador de la Unidad de Financiamiento y del Proyecto CEPAL/PNUD "Políticas Financieras en la Transformación Productiva con Equidad".

Los puntos de vista expresados en este estudio, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de su autor y pueden no coincidir con los de la Organización.

INDICE

	<i>Página</i>
Prefacio	5
INTRODUCCION	7
I. TRAYECTORIA DEL MERCADO DE VALORES EN LA ULTIMA DECADA	9
1. Marco macroeconómico y tasas de interés	9
2. Características del mercado de valores a la fecha	12
3. Magro desempeño del mercado de valores	12
II. HACIA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR	17
1. Nuevo marco legal del mercado de valores	17
2. Privatización de empresas públicas	19
3. Internacionalización del mercado	19
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	21
BIBLIOGRAFIA	23

Prefacio

Desde mitades de los ochenta ha surgido en los países de América Latina y el Caribe un renovado interés por impulsar el desarrollo de sus mercados de capital. Este interés se relaciona principalmente con una de las carencias más significativas de los sistemas financieros de los países de la región: el insuficiente desarrollo de instituciones e instrumentos financieros de captación y canalización de fondos de mediano y largo plazo hacia la inversión.

Con miras a contribuir al análisis de los factores y las políticas que inciden en el desarrollo de los mercados de capital, el proyecto regional conjunto CEPAL/PNUD "Políticas Financieras para el Desarrollo" RLA/92/003, encomendó cuatro estudios especializados sobre este tema en 1993. Estos estudios abordaron respectivamente las experiencias de Chile, Ecuador, México y de un grupo de países centroamericanos. El estudio de Chile enfatiza la relación entre los fondos de pensiones, que surgieron con la reforma al sistema de pensiones de 1981, y el acelerado desarrollo que ha experimentado el mercado doméstico de capitales en los años siguientes. El trabajo sobre *ECUADOR* señala los factores que han provocado el estancamiento de las bolsas de valores de Quito y Guayaquil, y las modificaciones macroeconómicas e institucionales que han tenido lugar desde fines de los ochenta —incluyendo una reciente reforma a la ley del mercado de valores— sobre la base de las cuales se espera el relanzamiento del mercado doméstico de capital en la década del noventa. El estudio sobre México destaca el vigoroso desarrollo de instrumentos financieros y de la institucionalidad financiera doméstica como un requisito decisivo para atraer desde 1990 substanciales fondos externos en la forma de inversiones internacionales de cartera. El trabajo sobre países centroamericanos aborda las condiciones y las políticas encaminadas a promover un desarrollo integrado de sus bolsas de valores, considerando la limitación natural que impone la estrechez de sus mercados domésticos de valores.

Esta publicación presenta una versión abreviada del informe sobre la "Situación y Perspectivas del Mercado de Valores del Ecuador" que elaboró el Sr. Edison Ortiz-Durán. El caso del Ecuador ilustra la importancia de: la inestabilidad macroeconómica, las tasas reales negativas de interés en el sistema financiero supervisado, y el rezago en el desarrollo de instituciones e instrumentos financieros, en el estancamiento que ha experimentado el mercado de valores supervisado. Al mismo tiempo, ilustra las dificultades de desarrollo de un mercado de valores incipiente que surgen del requisito de transparencia a empresas familiares que desean acceder a las bolsas establecidas de valores. Al comentar las condiciones que desde fines de los ochenta han mejorado las perspectivas de desarrollo del mercado ecuatoriano de valores, el autor señala que la promulgación en 1993 de un nuevo marco legal no basta para "hacer mercado". Sobre la base de este marco, espera que la estabilización macroeconómica y el logro de tasas reales positivas de interés, la privatización de empresas públicas, el incentivo al ahorro y el desarrollo de inversionistas institucionales, y la apertura de la economía, impulsen el mercado de valores en la década del noventa.

INTRODUCCION

Los principales propósitos de este artículo son dos. Primero, presentar los factores que han incidido en el estancamiento del mercado de valores ecuatoriano en la década del ochenta y comienzos de los noventa. Segundo, analizar condiciones y medidas de política encaminadas a acelerar el desarrollo del mercado organizado de valores del Ecuador.

El artículo contiene dos secciones principales. La primera se refiere al marco macroeconómico y las tasas de interés, a las características del mercado ecuatoriano de valores, y al magro desempeño de este mercado a la fecha en cuanto a captar y canalizar fondos de mediano y largo plazo hacia la formación de capital de las empresas. La segunda sección comenta las condiciones que desde fines de los ochenta están favoreciendo el "relanzamiento" del mercado de valores del Ecuador. Estas incluyen varias reformas económicas, la desregulación de las tasas de interés, la promulgación de una nueva ley del mercado de valores en mayo de 1993, y la política de privatización de empresas públicas en la que está empeñado el actual gobierno.

El artículo finaliza con un conjunto de conclusiones y recomendaciones. Estas últimas incluyen varias que pueden contribuir a acelerar el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano.

I. TRAYECTORIA DEL MERCADO DE VALORES EN LA ULTIMA DECADA

1. Marco macroeconómico y tasas de interés

El desempeño económico reciente de Ecuador ha estado marcado por un lento crecimiento y fuertes presiones inflacionarias. El cuadro 1 muestra que la tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIB) alcanzó a un promedio de 2.5% al año en el período 1985-1993 superando apenas la tasa de crecimiento de la población. En consonancia con lo anterior, el ahorro nacional llegó a un promedio de sólo el 14% del PIB en el período 1985-1991. Por su parte, la inflación medida por la variación en el índice de precios al consumidor alcanzó a un promedio de 45% en el período 1985-1993, registrándose recién en este último año una caída de la inflación a cerca del 30% al año.

La situación financiera del sector público ha jugado un importante papel en el desencadenamiento de presiones inflacionarias. Un déficit del sector público no financiero equivalente en promedio a 2.7% del PIB en el período 1985-1993 generó simultáneamente importantes necesidades de financiamiento del sector público y dificultó el control del crédito interno neto del Banco Central, y por consiguiente, el de la oferta monetaria. Las últimas dos columnas del cuadro 1 ilustran una importante correlación entre las variaciones anuales de la oferta monetaria y del índice de precios al consumidor.

El Banco Central de Ecuador fijó las tasas nominales de interés de las principales operaciones de captación y de colocación de fondos del sistema bancario en las décadas de los setenta y los ochenta. Esto permitió la fijación de las tasas de interés (y las condiciones de emisión) de sus propios valores y los del sector público. A partir de 1989, el Banco Central inició un proceso de desregulación de las tasas de interés (el que principalmente tomó la forma de liberar las tasas de captación del sistema bancario y de limitar las de interés de colocación a través de un margen de intermediación o spread máximo prefijado).

El cuadro 2 presenta una estimación gruesa de las tasas reales anuales de interés del sistema bancario a partir de las tasas nominales de depósito de 30-89 días y de las tasas nominales de préstamo a 90-180 días. Las tasas reales de captación resultan siempre negativas y sólo a partir de 1991 la desregulación trajo consigo tasas reales positivas de interés de colocación en el sistema bancario supervisado.

La evidencia de "represión financiera" que muestra el cuadro 2 debe calificarse en virtud de la presencia de "intermediarias financieras" en el mercado de títulos y valores. Estas últimas fueron autorizadas por la Superintendencia de Bancos en 1980 a fin de desarrollar servicios de "factoring", "leasing" y otras actividades financieras especializadas. Estas intermediarias han captado y colocado de hecho apreciables volúmenes de fondos, a tasas de interés de mercado, en valores de deuda de corto plazo no registrados ni estrechamente supervisados por la Superintendencia de Bancos. Se ha originado así un importante mercado de valores "extrabursátil", con marcadas características de mercado de dinero, cuyas transacciones se estiman en treinta a cuarenta veces lo que transan las bolsas de valores de Quito y de Guayaquil.

Cuadro 1

ECUADOR: INDICADORES MACROECONÓMICOS 1985-1993

Año	% Var.		ANB		Def. o Sup. Púb.		% Var.	
	PIB		PIB	%	PIB	%	Oferta Monet.	IPC
1985	4.3		16.9				23.6	24.4
1986	3.1		13.1				20.5	27.3
1987	-4.8		11.0		-9.6		32.3	32.5
1988	8.8		13.4		-5.3		53.4	85.7
1989	0.2		12.5		-1.4		44.0	54.3
1990	2.0		14.7		0.1		45.9	49.5
1991	4.7		17.5		-1.0		46.4	49.0
1992	3.3				-1.5		44.5	60.2
1993	1.5				-0.2		18.3 ^{a/}	32.2 ^{b/}
Promedios	2.6		14.2		-2.7		36.5	45.0

Fuente: Banco Central del Ecuador y CEPAL.
^{a/ b/} Noviembre 1993 a noviembre 1992.

PIB = Producto Interno Bruto.

ANB = Ahorro Nacional Bruto.

Def. o Sup. Pub. = Déficit (-) o superávit (+) público. Se refiere al sector público no financiero.

Oferta monetaria = Especies monetarias en circulación más depósitos a la vista.

IPC = Índice de precios al consumidor. Variación de diciembre a diciembre.

Cuadro 2

ECUADOR: TASAS DE INTERES DEL SISTEMA BANCARIO 1986-1992
(En % al año)

Año	Tasa nominal depósitos 30-89 días	Tasa nominal préstamos 90-180 días	% Var. IPC	Tasa real depósitos 30-89 días	Tasa real préstamos 90-180 días
1986	21.4	18.0	27.3	-4.6	-7.3
1987	25.3	18.4	32.5	-5.4	-10.6
1988	34.0	23.0	85.7	-27.8	-33.8
1989	40.2	30.1	54.3	-9.1	-15.7
1990	43.6	37.5	49.5	-3.9	-1.0
1991	41.5	47.7	49.0	-5.0	-0.8
1992	47.4	60.2	60.2	-8.0	0.0
1993 (1er Sem.)	35.1 ^a	48.9 ^a	32.2 ^b	-4.9 ^a	4.8 ^a
Promedios	36.1	35.5	49.0	-8.6	-8.9

Fuente: Banco Central del Ecuador y FMI.

^a Primer semestre de 1993.^b Noviembre 93 a noviembre 92.

2. Características del mercado de valores a la fecha

El mercado de valores ecuatoriano, tal como otros mercados de valores incipientes, se caracteriza por transar mayoritariamente valores de deuda (también denominados de renta fija). El cuadro 3 lista los principales instrumentos de deuda transables en bolsa. El déficit del sector público (véase cuadro 1) ha conducido a una importante presencia de valores de este sector y del Banco Central. Inflaciones altas y variables (véase cuadro 1) han acortado el plazo de los papeles no obstante el procedimiento de tasas variables de interés que se introdujo en 1986. El mercado de cédulas hipotecarias registra un escaso desarrollo ante su oferta a tasas nominales fijas de interés poco atractivas en relación con las tasas de otros títulos de similar plazo y el elevado riesgo inflacionario.

La participación de acciones (también denominados instrumentos de renta variable) en las transacciones de bolsa ha sido particularmente modesta, aún considerando el incipiente desarrollo del mercado de valores. Del total de las transacciones de bolsa, sólo alrededor del uno corresponde a compra-venta de acciones. Esto no es de sorprender, ya que en los noventa se han transado las acciones de apenas 16 sociedades anónimas.

El cuadro 4 presenta el monto de las transacciones y los rendimientos de las bolsas de Quito y Guayaquil en el período 1984-1992. Las transacciones bursátiles han representado sólo el 1 a 1.6% del PIB. Al parecer, la introducción de tasas variables de interés en 1986, la extensión de esta modalidad a la determinación de las tasas de interés de los bonos del estado, y la desregulación de las tasas de interés a partir de 1989, han repercutido en el modesto aumento que registran las transacciones bursátiles a partir de 1988.

Tal como era de esperarse, el rendimiento de la inversión en valores que figura en el cuadro 4 refleja el predominio de los instrumentos de deuda (véanse las tasas de interés del cuadro 2). Los rendimientos reales (después de netar la inflación) de las inversiones bursátiles han sido negativos en las bolsas de Quito y de Guayaquil en los ochenta y comienzos de los noventa.

3. Magro desempeño del mercado de valores

Las bolsas ecuatorianas no han cumplido con la función propia de un mercado de valores en cuanto a movilizar fondos de mediano y largo plazo hacia la formación de capital de las empresas. Como la colocación y transacción de acciones ha sido escasa, el no registro de las empresas en bolsa ha limitado igualmente la emisión de obligaciones corporativas. Estas últimas han sido pocas y esporádicas. Ante la carencia de valores de empresas, las bolsas han concentrado sus transacciones en valores de deuda de corto plazo emitidas por el sector público, el banco central y los bancos (y que figuran en el cuadro 3).

Esta situación se origina en buena parte en el desincentivo a la inversión financiera en bolsa que se deriva de los factores ya comentados del rendimiento real negativo de los títulos y valores de deuda (y que figuran en el cuadro 4) y del surgimiento de un mercado extrabursátil poco supervisado y que ha operado a tasas de interés libres.

Los siguientes factores también han condicionado el desempeño del mercado de valores del Ecuador:

Cuadro 3

ECUADOR: PRINCIPALES INSTRUMENTOS FINANCIEROS
TRANSABLES EN BOLSA

(Desde 1986 a la fecha)

<p>1. <i>Bonos de estabilización monetaria</i></p> <p>Son valores emitidos por el Banco Central con miras a controlar la liquidez. Se cotizan en bolsa y también se transan en forma directa con el sistema bancario y con el público.</p>
<p>2. <i>Bonos del estado</i></p> <p>Se emiten para financiar proyectos del gobierno. Desde 1988 se colocan a tasas de interés variable referidas a las pólizas de acumulación de 90 a 180 días del sistema bancario.</p>
<p>3. <i>Pagarés</i></p> <p>Son instrumentos emitidos por los bancos a partir de 1986 a tasas variables de interés. Constituyen un instrumento disfrazado de captación de fondos del público al no estar afectos al encaje que grava a los depósitos. Han desempeñado la función de instrumento de tesorería interbancaria.</p>
<p>4. <i>Pólizas de acumulación</i></p> <p>Introducidas en 1985, han pasado a constituirse en el principal instrumento de captación de los bancos de depósitos del público y en el título determinante del movimiento de las tasas de interés pasivas. En presencia de inflación, y por ser títulos a tasas de interés fijas, se han concentrado en el plazo de 30-89 días.</p>
<p>5. <i>Cédulas hipotecarias</i></p> <p>Se han emitido a tasas de interés fijas inferiores al promedio de papeles similares de largo plazo. Han contado con escasa aceptación al no ofrecer protección contra la inflación.</p>

Cuadro 4

ECUADOR: TRANSACCIONES Y RENDIMIENTO DEL MERCADO BURSÁTIL

Año	Transacciones (millones de sucres)						Rendimiento (%)					
	Bolsa de Quito	Bolsa de Guayaquil	Total	PIB	Total -----% PIB	Bolsa de Quito	Bolsa de Guayaquil	Nominal medio	Inflación	Rendimiento real		
1984	6 835	4 692	11 527	812 629	1.4	18.4	20.9	19.4	25.1	-4.6		
1986	8 005	5 284	13 289	1 282 232	1.0	26.2	27.7	26.8	27.3	-0.4		
1988	19 559	11 810	31 369	3 019 724	1.0	32.5	32.2	32.4	85.7	-28.7		
1990	73 771	25 832	96 603	8 160 080	1.1	40.2	44.5	41.3	49.5	-5.5		
1991	85 848	103 876	189 724	12 149 187	1.6	44.9	43.1	43.9	49.0	-3.4		
1992	156 627	110 135	266 762	19 863 921	1.3	51.9	51.8	51.9	60.2	-5.2		

Fuente: Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil y Banco Central del Ecuador.

i) Costos de las empresas familiares de "salir al mercado"

Las empresas familiares que desean emitir acciones y bonos corporativos enfrentan dos importantes tipos de costo. El primero se refiere al costo de transacción derivado del cumplimiento de requisitos legales y de demostración contable del resultado y del patrimonio que demanda constituir una sociedad anónima "transparente" a partir de una empresa familiar. Este costo tiene un importante componente adicional en un contexto de evasión tributaria. El tener que mostrar los resultados y el patrimonio de una empresa tal como son, puede obligar a pagar impuestos bastante más altos. El segundo costo se refiere al riesgo de perder el control de la propiedad de la empresa familiar al colocar y transar sus acciones en bolsa.

ii) Insuficiente información de bolsa al público

Mientras el Banco Central fijó las tasas de interés de captación y de colocación durante los sesenta y los ochenta, el mercado financiero necesitó poca información de precios. Con la desregulación de las tasas de interés a partir de 1989, estas necesidades se hicieron evidentes. A pesar de los esfuerzos desplegados por las bolsas de valores por emitir información procesada para el público, tales como los índice de volumen y de rendimiento financiero, los inversionistas no la usan ampliamente en sus decisiones. En parte, esto se debe a que los corredores de bolsa, agentes de valores y la propia Superintendencia de Compañías no han promocionado las posibilidades de inversión financiera que ofrece el mercado de valores.

iii) Participación del sector público en el sistema financiero

El Banco Central de Ecuador actuó como banco de "segundo piso" llevando adelante políticas financieras preferenciales fijadas por el gobierno a fin de promover el desarrollo de determinados sectores desde el auge petrolero de los setenta y hasta la reforma a su ley orgánica en 1992. La banca comercial y la empresa privada se acostumbró a depender del Banco Central para allegar fondos de desarrollo. Este último incluso intermedió la mayoría de los fondos de origen multilateral dirigidos a fomentar el desarrollo empresarial.

La Tesorería de la Nación "presionó" la colocación de valores de deuda en bolsa a determinadas tasas de interés y condiciones en varias ocasiones desde 1979. Por otra parte, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) ha proporcionado liquidez al mercado.

Estas condiciones incentivaron a los corredores de bolsa y agentes de valores a "no hacer mercado", esto es, conseguir los títulos (dar profundidad) y buscar los fondos (proporcionar liquidez).

iv) Rezago en el desarrollo institucional del mercado de valores

El marco legal que permitió la creación de las bolsas de valores de Quito y Guayaquil data de marzo de 1969 (Ley N° 111). Este marco puso fuerte énfasis en la "autorregulación" del mercado de valores por parte de sus propios agentes. Lo anterior atrajo a importantes personalidades a sus directorios y a su administración. Esto permitió a su vez un alto nivel profesional y ético en las transacciones de bolsa, lo que ha sido apreciado por las comunidades en las que se localizan.

Sin embargo, ese marco regulatorio subenfaticó el necesario componente de desarrollo institucional y de instrumentos financieros, y de toda la reglamentación accesoria que demanda el impulso de un mercado de valores incipiente. Lo anterior era visible en insuficientes tipos de valores y de inversionistas institucionales, en una oferta pública de valores sujeta a largos trámites e insuficiente atención al riesgo, y en otros aspectos básicos relativos al desarrollo del mercado.

II. HACIA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR

El entorno macroeconómico y financiero del Ecuador ha registrado importantes cambios en los últimos años que favorecen el desarrollo del mercado de valores. La política de estabilización en curso parece estar en vías de eliminar el déficit del sector público y de lograr menores tasas de inflación (véase cuadro 1). La desregulación de las tasas de interés ha extendido la presencia de tasas reales positivas de interés a los títulos y valores de deuda. Desde la reforma a la ley orgánica del Banco Central de Ecuador, este último ha afianzado su función primordial de garante de la estabilidad de precios. Para este efecto, instituyó un sistema de subasta de sus valores y una mesa de dinero encaminada a controlar la liquidez del sistema financiero a través de las tasas de interés mediante operaciones de mercado abierto.

A esto se agregan otras reformas de largo alcance que Ecuador inició en 1989. Las reformas tributaria y arancelaria de 1989-1990 formaban parte de una propuesta que incluía un nuevo marco legal para el mercado de valores. Esta ley se promulgó en mayo de 1993 (Ley 31). La política de privatización de empresas públicas en la que está empeñado el actual Gobierno, y las posibilidades de abrir el mercado doméstico al exterior ofrecen igualmente nuevas posibilidades de desarrollo al mercado de valores del Ecuador.

1. Nuevo marco legal del mercado de valores

La promulgación de una moderna ley de mercado de valores fue una iniciativa válida y muy a tiempo en el caso ecuatoriano. Aunque las leyes por sí mismas no hacen un mercado, era importante establecer claramente en un cuerpo de ley las instituciones, instrumentos y mecanismos en los que se apoya el desarrollo de un mercado organizado de valores. Los siguientes aspectos de esta ley son especialmente destacables:

i) *Creación del Consejo Nacional del Valores (CNV)*

Creación del CNV como entidad responsable del desarrollo institucional del mercado y del establecimiento de regulaciones generales encaminadas a una intermediación transparente, competitiva y equitativa de valores. Las primeras tareas asignadas al CNV consistan en impulsar el mercado de valores mediante políticas y mecanismos de fomento y capacitación, la atracción y apertura de capitales y de financiamiento, y la utilización de nuevos instrumentos financieros.

ii) *Ampliación del rango de instrumentos financieros privados establecidos en la ley*

Los principales instrumentos privados establecidos y regulados por la nueva ley del mercado de valores son: las obligaciones (bonos corporativos o valores de deuda de

mediano y largo plazo); obligaciones convertibles en acciones (o instrumentos cuasi patrimoniales); acciones en sus diferentes formas; y papel comercial o valores de corto plazo.

iii) Perfeccionamiento de la oferta pública de valores

La oferta pública de valores demanda a los emisores el cumplimiento de los siguientes requisitos:

- Calificación de riesgo del valor o instrumento financiero por parte de calificadoras privadas independientes y de giro exclusivo.
- Circulación de un prospecto aprobado por la Superintendencia de Compañías que proporcione a los inversionistas financieros información relevante sobre el título o valor (en cuanto a rentabilidad, riesgo y liquidez) y sobre la solvencia del emisor.
- Inscripción obligatoria del valor o instrumento en el registro del mercado de valores.

iv) Fortalecimiento del papel de los inversionistas institucionales

La nueva ley del mercado de valores asigna un destacado papel a los inversionistas institucionales en el desarrollo del mercado de valores. Para este efecto introdujo las siguientes medidas:

- El Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) deberá efectuar sus inversiones de cartera en las bolsas de valores (se estima que estos fondos equivalen actualmente a un 3.5% del PIB).
- Normativa de los fondos de inversión, incluyendo resoluciones de carácter general del CNV relativa a la composición y estructura de sus activos e instrumentos financieros elegibles.
- Regularización de la figura del fideicomiso mercantil con el objeto de posibilitar el surgimiento de fiduciarios completamente independientes de las personas que los constituyen, tales como administradoras privadas de fondos de pensiones.
- Acceso de fondos gremiales de cesantía y jubilación (de profesores, policías, empleados universitarios y otros) al mercado organizado de valores siempre y cuando implanten un administración profesional de sus fondos.

v) Creación de la unidad de valor constante (UCV)

La nueva ley de mercados de valores creó la UCV o unidad de cuenta de valor constante del sucre. Esta unidad se reajusta diariamente de acuerdo con la variación del índice de precios al consumidor y es aplicable en operaciones financieras a más de un año plazo. Se le asigna un importante papel para reactivar el mercado de las cédulas hipotecarias y el financiamiento de la vivienda.

vi) Tributación al ingreso financiero neto del componente inflacionario

Para los efectos de impuesto único del 8% que grava los ingresos provenientes de las inversiones financieras (intereses, descuentos y cualquier rendimiento financiero), la nueva ley autorizó a las personas naturales a deducir el componente inflacionario de esos ingresos.

vii) *Incentivos tributarios a los adquirentes de emisiones primarias de valores*

Con el objeto de promover la adquisición de valores en el mercado primario (cuando se transan por primera vez) y el desarrollo del mercado organizado de valores, se contemplan los siguientes beneficios tributarios:

- Deducción del 50% del valor efectivamente pagado en numerario, durante el respectivo ejercicio fiscal, por concepto de adquisición primaria de acciones objeto de oferta pública.
- Exención del impuesto a la renta hasta el año 2000 de las ganancias originadas en las enajenaciones de acciones hechas a través de las bolsas de valores del país. A partir del año 2001 inclusive, dichas ganancias se someterán al régimen tributario que tengan, en general, los rendimientos financieros y que alcanza al 8%.
- Exención del impuesto a la renta de las ganancias de capital, utilidades, beneficios o rendimientos distribuidos por los fondos de inversión y fideicomisos de inversión a sus beneficiarios.

2. Privatización de empresas públicas

El potencial de demanda por acciones corporativas quedó en evidencia en septiembre y octubre de 1993 cuando el gobierno ofreció en bolsa un importante paquete de acciones de sociedades anónimas públicas. La demanda por estas acciones se hizo presente y aún se mantiene si bien el gobierno ha decidido salir lentamente al mercado.

La experiencia ya ganada anticipa que la privatización de empresas públicas se perfila como el procedimiento más adecuado y expedito para proveer al mercado importantes cantidades de acciones. La sola venta por parte de instituciones públicas en el mercado primario de acciones de más de cien empresas de todo tipo, podría duplicar las transacciones en bolsa y situarlas en alrededor de 3% del PIB en un plazo de uno a tres años. Las transacciones de estas acciones en el mercado secundario podrían a su vez aumentar este porcentaje al orden del 10% del PIB en ese plazo.

El impulso decisivo al mercado accionario provendría de la privatización de las grandes empresas públicas localizadas en telecomunicaciones, generación y distribución de energía eléctrica, producción y distribución de hidrocarburos y otros sectores.

3. Internacionalización del mercado

El incipiente desarrollo del mercado de valores del Ecuador indica que su internacionalización ofrece una promesa de desarrollo una vez que los factores domésticos le hayan dado suficiente impulso. El avance hacia la internacionalización es por ahora modesto y cuenta con los siguientes elementos:

- Entre los fondos de inversión que reglamentó la nueva ley de valores figuran los fondos internacionales. Estos últimos son fondos a constituirse en el Ecuador con capitales de origen extranjero para inversión en el mercado ecuatoriano o internacional. En los últimos años también han ingresado al mercado ecuatoriano instrumentos bursátiles de países desarrollados que permiten canalizar capitales domésticos hacia el exterior.

- **El progreso que ha registrado la integración comercial andina ha motivado a las bolsas e intermediarios de valores de la subregión a buscar nuevas formas de asociación a fin de estimular el flujo intrarregional de capital en la forma de inversiones de cartera. Sin embargo, en este campo se está a la espera que los Gobiernos de la subregión acuerden reglas comunes de acceso al mercado de divisas, armonicen las normas relativas a las transacciones con valores, revisen las normas tributarias que gravan las inversiones de cartera y otros aspectos.**

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

1. **Diversos factores han incidido en el estancamiento que ha experimentado el mercado de valores del Ecuador hasta el presente. Entre éstos destacan un entorno macroeconómico desfavorable con inflaciones altas y variables en los ochenta, las que unidas a la fijación de tasas nominales de interés, ocasionaron rendimientos reales negativos a los títulos y valores de deuda; el surgimiento de un mercado "extrabursátil" poco regulado y supervisado que ha transado títulos y valores no registrados a tasas de interés de libre mercado; y un marco legal que subenfaticó el significado de nuevas instituciones e instrumentos financieros en el desarrollo del mercado de valores.**
2. **Varios cambios en la política económica y financiera han contribuido a crear condiciones más favorables para el desarrollo del mercado de valores desde fines de los ochenta. La reforma tarifaria y la apertura comercial de 1989-1990 abrieron nuevas posibilidades de inversión a las empresas ecuatorianas; la desregulación de las tasas de interés que se impulsó en 1989 ha extendido el ámbito del mercado al sistema financiero y favorecido la formación de tasas de interés reales positivas; la reforma a la ley orgánica del Banco Central de 1992 suspendió su papel de banca de segundo piso, afianzó su papel como garante de la estabilidad de precios y respaldó su participación en el sistema financiero a través de operaciones de mercado abierto. Por otra parte, en 1993 la política de estabilización prácticamente eliminó el déficit público, quitando presión al financiamiento del sector público en el mercado de capitales, y disminuyó significativamente la inflación.**
3. **La promulgación de una moderna ley de mercado de valores en mayo de 1993 abrió amplias posibilidades de desarrollo institucional y de instrumentos financieros al mercado de valores. Sin embargo, este potencial de desarrollo demanda que el recién creado Consejo Nacional de Valores, lleve adelante importantes tareas a fin de reglamentar y supervisar la operación de las instituciones privadas y demás procedimientos del mercado de valores (Calificadoras de riesgo; fondos de inversión y administradoras de fondos de inversión; mecanismos centralizados de negociación; servicios de custodia; compensación y liquidación de transacciones; oferta pública de valores; emisión de obligaciones; registro en el mercado de valores; e infracciones y sanciones).**

A raíz de la vasta gama de labores que enfrentan las autoridades reguladoras y de supervisión del mercado de valores, es aconsejable que recurran a programas de colaboración técnica con el objeto de reforzar y profesionalizar sus propios cuadros y de avanzar rápidamente en la puesta en marcha de las instituciones y mecanismos que contempla la nueva ley.
4. **No obstante el importante papel que se le puede asignar al nuevo marco legal en el desarrollo del mercado de valores, debe destacarse que las leyes por sí mismas no hacen mercados. Se espera más bien que en un marco macroeconómico estabilizado, la competitividad internacional de las empresas, el crecimiento exportador, la privatización de empresas públicas y el incremento en el ahorro**

nacional sean los principales factores que impulsen el desarrollo del mercado de valores.

5. El bajo nivel que registra el ahorro nacional (véase cuadro 1) señala la importancia de promover y aumentar el ahorro de los agentes domésticos con el objeto de respaldar el desarrollo de los mercados de capital. La tributación al ingreso financiero neto del componente inflacionario y los incentivos tributarios a los adquirentes de emisiones primarios de valores se orientan en esta dirección. Sin embargo, estas medidas pueden resultar insuficientes. Una tarea pendiente consiste en explorar formas de ahorro institucional ligados al sistema de pensiones y los seguros que den impulso a los inversionistas institucionales.
6. Un moderno mercado de valores también demanda el desarrollo institucional de sus propios intermediarios. Con el objeto de lograr competitividad en el nuevo contexto, los agentes de bolsa deberían asociarse e institucionalizarse en casas de valores. Una importante tarea de estas últimas (en conjunto con las autoridades reguladoras y supervisoras) consiste en llevar adelante programas de educación y difusión en materia bursátil con el objeto de incorporar a empresas y personas a las alternativas de financiamiento y de inversión financiera que pueden ofrecer las bolsas de valores.

BIBLIOGRAFIA

- Bolsa de Valores de Guayaquil, *Informe mensual sobre volumen de operaciones 1982-92*. Guayaquil, Ecuador, diversos números.
- Bolsa de Valores de Quito, *Informe mensual sobre volumen de operaciones 1982-92*. Quito, Ecuador, diversos números.
- Bolsa de Valores de Quito. *El Mercado de Valores Ecuatoriano. Actualidad y Perspectivas*. Quito, Ecuador, enero de 1993.
- Registro Oficial, Organo del Gobierno de Ecuador. *Ley de Mercados de Valores*. Quito, Ecuador, 28 de mayo de 1993.
- Reglamento General, Organo del Gobierno de Ecuador. *Ley de Mercados de Valores*. Quito, Ecuador, 28 de mayo de 1993.