

***Universidad Andina Simón Bolívar
Sede Ecuador***

Área de Gestión

Maestría en Dirección de Empresas

***Sistema de Custodia de Títulos
Valores***

Gloria Cárdenas Ramírez

MARZO 2004

Al presentar esta tesis como uno de los requisitos previos para la obtención del grado de magíster de la Universidad Andina Simón Bolívar, autorizo al centro de información de la Universidad para que haga de esta tesis un documento disponible para su lectura según las normas de la universidad.

Estoy de acuerdo en que se realice cualquier copia de esta tesis dentro de las regulaciones de la universidad, siempre y cuando esta reproducción no suponga una ganancia económica potencial.

Sin perjuicio de ejercer mi derecho de autor, autorizo a la Universidad Andina Simón Bolívar la publicación de esta tesis, o de parte de ella, por una sola vez dentro de los treinta meses después de su aprobación.

Gloria Cárdenas Ramírez

Marzo 2004

Universidad Andina Simón Bolívar
Sede Ecuador

Área de Gestión

Maestría en Dirección de Empresas

***SISTEMA DE CUSTODIA DE TITULOS
VALORES***

Gloria Cárdenas Ramírez

Marzo 2004

Tutor: Econ. Carlos Andrade

Quito

DEDICATORIA

A mi familia, mi esposo Rosemberg y mis hijos Nataly, Henry y a mi madre que supieron comprender que parte de su tiempo, lo dediqué a la elaboración de esta tesis. Sin su apoyo, no hubiera sido posible culminar con éxito este trabajo.

AGRADECIMIENTO

Presento mi agradecimiento al Banco Central del Ecuador, por la información proporcionada, por el tiempo y apoyo que me brindó, al permitirme esta capacitación y entrenamiento.

A la Universidad Andina Simón Bolívar, por los valiosos conocimientos que me transmitieron a través de su personal docente.

Al Economista Carlos Andrade Herrera, Tutor de esta tesis, quien supo dirigir este trabajo con profesionalismo y entrega.

Gloria Cárdenas Ramírez

RESUMEN

El presente tema de análisis tiene el propósito de analizar el Sistema de Custodia de Títulos Valores ó Sistemas de Compensación y liquidación de Valores del Ecuador así como, vinculados al desarrollo del mercado de valores y capitales, sin dejar de lado la supervisión de los riesgos financieros y los del propio sistema que están expuestos, a través de la utilización de mecanismos adecuados para saberlos administrar, al igual que la relación costo – beneficio que conlleva un ambiente de desmaterialización o inmovilización de títulos valores utilizando el mecanismo de anotaciones de cuenta.

Los sistemas que se analizan son los que la Bolsa de Valores utiliza para realizar la compensación y liquidación de valores, el Decevale S.A., como entidad central de depósito, y el Banco Central del Ecuador como entidad liquidadora de las posiciones netas, en el periodo 1994 – 2002.

El estudio está dividido en cinco capítulos, detallados:

Capítulo I, Introducción, considera los antecedentes, delimitación y aspectos metodológicos del estudio, incluyendo la definición del problema a investigar, variables, indicadores, objetivos y justificación.

El Capítulo II, Marco Teórico, abarca aspectos teóricos sobre los Sistemas de Compensación y liquidación de Valores, riesgos financieros y los

instrumentos que se requiere para desmaterializar o inmovilizar t-v utilizando anotaciones de cuenta.

El Capítulo III, Marco Empírico, comprende la situación del mercado Bursátil del país, los valores, entes reguladores, participantes, compensación y liquidación de valores y algunos aspectos legales.

El Capítulo IV, análisis de los Sistema de Compensación y Liquidación de Valores del Ecuador, examina la gestión del papel del Decevale S.A. como depósito central de valores, el sistema de compensación y liquidación de valores utilizado por la BVG y el Sistema de Custodia de Títulos Valores del Banco Central, su papel como entidad liquidadora de resultados.

Finalmente el Capítulo V, presenta los resultado, conclusiones y recomendaciones que a la luz del desarrollo del presente análisis ha arrojado.

El estudio va dirigido a personas interesadas en conocer la infraestructura financiera, específicamente el funcionamiento de sistemas de pago y como estos ayudan a la eficiencia, y dinamismo de los mercados financieros del país.

ÍNDICE

CAPITULO I: INTRODUCCIÓN

1.1	Antecedentes	2
1.1.1	Evolución del Mercado Financiero	2
1.1.2	Mercado de Valores	4
1.2	Objetivos	6
1.2.1	Objetivo General	6
1.2.2	Objetivos Específicos	6
1.3	Definición del Problema	7
1.4	Justificación de la Investigación	7
1.5	Metodología	8

CAPITULO II: MARCO TEORICO

2.1	Organización del Mercado de Valores	10
2.1.1	Estructura del Mercado de Valores	10
2.1.2	Instrumentos Financieros – Títulos Valores	13
2.2	Riesgos Financieros en la Compensación y Liquidación de Valores.	16
2.2.1	Riesgo de Crédito	16
2.2.2	Riesgos de Liquidez	18
2.2.3	Riesgo Sistémico	19
2.3	Riesgos de Operación de los Sistemas de Compensación y Liquidación de Valores	20
2.3.1	Riesgo Operativo	20
2.3.2	Riesgo de Custodia	20
2.3.3	Riesgo Legal	21
2.4	Mecanismos de Control de Riesgo que consideran los Estándares internacionales en los SCLV	21
2.4.1	Mecanismos de Entrega contra Pago (ECP)	24
2.4.2	Mecanismos de Garantías de Liquidación	28
2.4.3	Otros Mecanismos	30
2.5	Compensación y Liquidación de Valores en un ambiente	

De inmovilidad física y desmaterializada	32
2.5.1 Compensación y Liquidación de Valores	32
2.5.2 Desmaterialización	39
2.5.3 Anotación en Cuenta	42
2.6 Evaluación del Marco Teórico	46

CAPITULO III: MARCO EMPÍRICO

3.1 Las Negociaciones Bursátiles	48
3.1.1 Negociaciones en la Bolsa de Valores	48
3.1.2 Operatividad de la Bolsa de Valores	49
3.2 Entes Reguladores	53
3.2.1 Consejo Nacional de Valores	53
3.2.2 Superintendencia de Compañías	54
3.3 Participantes del Mercado de Valores	55
3.3.1 Emisores privados y públicos	55
3.3.2 Inversionistas Institucionales	55
3.3.3 Bolsas de Valores	57
3.3.4 Casas de Valores	58
3.3.5 La Corporación Financiera Nacional (CFN)	60
3.3.6 Calificadoras de Riesgo	61
3.3.7 Ministerio de Economía y Finanzas	62
3.4 Instituciones de Compensación y Liquidación	63
3.4.1 Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores	63
3.4.2 El Banco Central del Ecuador	65
3.5 Títulos Valores	66
3.5.1 Valores Mobiliarios	66
3.5.2 Código de Identificación de Valores	67
3.5.3 Transferencia de la Titularidad	68
3.5.4 Prenda de Valores como forma de Garantía	69
3.5.5 Tratamiento de Valores extraviados, robados o destruidos	69
3.6 Custodia de Valores	70
3.6.1 Protección de los valores en casos de quiebra o insolvencia del Custodio	70
3.6.2 Fungibilidad	70

3.6.3	Supresión de la Entrega Física	71
3.7	Compensación y Liquidación de Valores	71
3.7.1	Neteo	71
3.7.2	Reglas de hora cero	71
3.7.3	Documentos y Firmas Digitales	71
3.8	Estructura del Mercado de Valores	72

CAPITULO IV: SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES EN EL ECUADOR

4.1	Papel del Decevale como Depósito Centralizado de Valores	73
4.1.1	El Decevale S.A. en el período 1994-2002	73
4.1.2	Cumplimiento de estándares internacionales	76
4.2	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores de la Bolsa de Valores	77
4.2.1	Procesos de Compensación y Liquidación de Valores	77
4.2.1.1	Modalidad de Liquidación	77
4.2.1.2	Procedimientos de la liquidación	79
4.2.1.3	Diagrama de Flujo de Procedimientos de Liquidación	84
4.2.2	Cumplimiento de Estándares Internacionales de control de riesgos	85
4.2.2.1	Compensación y Liquidación de Valores	85
4.2.2.2	Entrega contra Pago	86
4.2.2.3	Mecanismos de Garantías	87
4.2.2.4	Mecanismos no establecidos	89
4.3	El Banco Central del Ecuador como Custodio de Valores	89
4.4	Sistema de Custodia de Valores (SCV)	93
4.4.1	Descripción de la Custodia de Valores del Banco Central del Ecuador	94
4.4.2	La Custodia del Banco Central del Ecuador como una herramienta de soporte para efectuar operaciones	95
4.4.2.1	Mecanismo de Recirculación de Liquidez	96

4.4.3	Administración de la Custodia del BCE	98
4.4.4	Operaciones de custodia	99
4.5	Análisis costo-beneficio de una emisión física vs emisión Desmaterializada	101
4.5.1	Breve descripción de la desmaterialización de títulos valores	101

CAPITULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1	Conclusiones	110
5.2	Recomendaciones	111

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico No. 1	División del Mercado Financiero según el plazo	13
Gráfico No. 2	Negociaciones Bursátiles y PIB	51
Gráfico No.3	Negociaciones por tipo de papel	52
Gráfico No. 4	Negociaciones Bursátiles por sector	52
Gráfico No. 5	Negociaciones Bursátiles por clase de papel	53
Gráfico No. 6	Funciones del Consejo Nacional de Valores	54
Gráfico No. 7	Estructura del Mercado de Valores Ecuatoriano	72
Gráfico No. 8	Flujo de procedimientos de liquidación	82

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla No. 1	Accionistas del Decevale S.A.	77
Tabla No. 2	Inmovilización y Desmaterialización de Países Latinoamericanos	84
Tabla No. 3	Número de Transacciones y Ciclo de Liquidación Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil	86
Tabla No. 4	Montos de Títulos Valores negociados en Bolsa	93
Tabla No. 5	Montos de Títulos Valores depositados en el BCE	93
Tabla No. 6	Títulos depositados en la Custodia del BCE	93
Tabla No. 7	Emisión Gobierno Central y Sist. Financ.	93
Tabla No. 8	Costos de una Emisión Física	104
Tabla No. 9	Costos totales por emisión desmaterializada	104

ÍNDICE DE ANEXOS

- Anexo No. 1 Glosario de Términos
- Anexo No. 2 Casas de Valores del País
- Anexo No.3 Recomendaciones para los Sistemas de Liquidación de Valores
- Anexo No. 4 Cuadros comparativos
- Anexo No. 5 Sistemas de Liquidación y Compensación Internacionales.

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

1.1 ANTECEDENTES:

El Ecuador, al igual que otros países latinoamericanos ha tenido un proceso de profundas transformaciones a lo largo de los años noventa. La reforma más significativa lo constituye la adopción de un esquema de dolarización oficial de la economía, proceso que arranca en enero de 2000, mediante la cual la moneda de los Estados Unidos de América, reemplaza a la moneda doméstica en sus tres funciones, es decir, como reserva de valor, unidad de cuenta y como medio de pago y de cambio.

Las presiones cambiarias se intensificaron severamente desde mediados de 1999 y en un corto período durante ese año las tasas de interés intercambiarias se incrementaron del 60 al 150%. Los constantes desequilibrios macroeconómicos, las expectativas de devaluación de los agentes económicos, los problemas para llegar a un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y las dificultades políticas derivaron en un giro drástico en el manejo de la política monetaria.

El Banco Central del Ecuador (BCE) abandonó sus funciones tradicionales de emisión del circulante, control de la inflación y la gestión de política monetaria, crediticia y cambiaria cuando a principios del año 2000 el país adoptó el esquema de dolarización¹.

¹ Sistema de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores en el Ecuador. CEMLA, Dic.2002

Este esquema supone que la cantidad de dinero en la economía depende del resultado de los flujos de divisas, regulado por el arbitraje entre las tasas de interés domésticas y externas. Supone asimismo un sistema financiero integrado plenamente al mercado internacional de capitales¹.

Así, el BCE asume un conjunto de nuevas funciones relacionadas con promover la estabilidad económica del país con una visión de largo plazo. Las principales son realizar el seguimiento del programa macroeconómico, elaborar todas las estadísticas del sistema económico; contribuir al diseño de políticas y estrategias para el desarrollo de la nación y ejecutar el régimen monetario de la República, que involucra administrar el Sistema de Pagos, invertir la Reserva de Libre Disponibilidad, actuar como Depositario de los Fondos Públicos y como Agente Fiscal y Financiero del Estado.

1.1 .1 Evolución del Mercado Financiero

Uno de los pilares fundamentales para fortalecer el crecimiento y el desarrollo de una economía lo constituye sin duda el sistema financiero, ya que por su rol permite principalmente el flujo de pagos entre los agentes de una economía², provee de servicios a las unidades familiares, a las empresas y al gobierno y a través de éste se puede canalizar hacia inversiones productivas aquella porción del ingreso de los agentes económicos destinada al ahorro. Principalmente, el mercado de valores se encarga de canalizar ahorros a largo plazo y ofrecer a

² La organización de los sistemas financieros depende del nivel de desarrollo económico y del tipo de regulación que se aplique. En general, existen dos tipos de organización: el sistema con énfasis en el mercado de capitales, en el cual las corporaciones obtienen la mayor parte de su financiamiento a través del mercado de capitales y el de banca universal, los bancos comerciales juegan un papel importante en todas las etapas del proceso de inversión corporativa. La banca universal es el sistema que predomina en el Ecuador.

los ahorradores condiciones satisfactorias de seguridad, liquidez y rendimiento, y a los inversores condiciones adecuadas de cantidad, plazo y precio; de esta forma resulta provechoso el proceso de producción y distribución de bienes y servicios.

A mediados de 1987 se promovió un programa de ajuste estructural del sector financiero ecuatoriano que tendía a lograr los siguientes objetivos:

- Mejoramiento de las condiciones del mercado de capitales.
- Saneamiento y fortalecimiento del sector financiero.
- Reducción de la dependencia de las instituciones financieras del Banco Central, a través de la restricción de cupos de redescuentos a los bancos privados.

A partir de 1992 y continuando con el programa correctivo del sistema financiero, se implementó una nueva política que perseguía cinco objetivos adicionales:

- Fomentar mecanismos que incentiven la movilización de recursos a mediano y largo plazo;
- Desarrollar instrumentos financieros que permitan canalizar el ahorro interno hacia la inversión productiva;
- Promover una mayor eficiencia y competencia en el mercado financiero;
- Mejorar y fortalecer la supervisión sobre las instituciones financieras;

- Expandir el acceso al crédito y a los servicios financieros hacia todos los usuarios.

1.1.2 Mercado de Valores

Con la perspectiva de un mercado de valores eficiente y desarrollado, en mayo de 1993, se publicó la Ley de Mercado de Valores (LMV), cuerpo legal en el cual se adecuó el marco regulatorio del mercado de capitales. Con la promulgación de esta ley, las Bolsas de Valores son el centro de la actividad bursátil, pues brindan seguridad, información e instrumentos para todos los participantes del mercado, y en ellas se forman las casas de valores, corporaciones autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías³, para actuar como intermediarios de valores.

Ésta ley regula al mercado en sus segmentos bursátil y extrabursátil, asociaciones gremiales, administradoras de fondos, depósitos centralizados de compensación y liquidación, empresas calificadoras de riesgo, negociación de valores de renta fija, variable, inversiones del sector público en el mercado de valores, titularización, emisión de obligaciones, empresas vinculadas, responsabilidades, infracciones - sanciones y tributación.

El órgano regulador del mercado de valores es el Consejo Nacional de Valores (CNV), el cual establece la política general del mercado de valores y su

³ Asimismo, en esta Ley se permite a los bancos establecer subsidiarias para actuar como casas de valores.

funcionamiento, en cambio el órgano ejecutor de dicha política es la Superintendencia de Compañías⁴.

En julio de 1998 se establece una nueva LMV con los siguientes parámetros básicos:

- Proporcionar al país y al mercado nuevos mecanismos e instrumentos que, contando con una mayor liquidez, dinamicen sectores productivos y de interés social.
- Conceder mayor transparencia al mercado y protección a los inversionistas.
- Brindar normas legales para la creación y utilización de mecanismos que impulsen al mercado de valores como: titularización, fideicomiso mercantil y el encargo fiduciario.

La aplicación del esquema de dolarización no ha podido todavía generar una nueva tendencia de crecimiento en el mercado. En la actualidad existe una concentración de casi 85 % de las negociaciones en valores de corto plazo emitidos por el sector público, principalmente Bonos del Estado y Certificados de Tesorería (CETs), el resto corresponde a títulos emitidos por el Sector Financiero⁵.

⁴ Artículo No. 5 de la Ley de Mercado de Valores, está integrado por siete miembros, cuatro del Sector Público, el Superintendente de Compañías quien lo presidirá, un delegado del Presidente de la República, el Superintendente de Bancos y el Presidente del Directorio del Banco Central del Ecuador y tres del Sector Privado, designados por el Presidente de la República de las ternas enviadas por el Superintendente de Compañías.

⁵ Banco Central del Ecuador, Subproceso estadísticas de la Deuda Pública Interna

1.2. OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo General:

Evaluar el sistema de Custodia de Títulos Valores materializados, que dispone el Banco Central del Ecuador, a fin de determinar si cumple con los parámetros de integridad, seguridad y administración de los títulos valores depositados por las Instituciones Financieras.

1.2.2 Objetivos Específicos:

- Examinar mecanismos de control de riesgos de liquidez, de crédito y de compensación y liquidación de valores.
- Analizar herramientas de control de riesgos operativos, de custodia y legales, implícitos en el Sistema de Custodia de Títulos Valores.
- Efectuar la relación costo/beneficio que constituye el implantar un sistema de compensación y liquidación de valores, que incluya la inmovilización, desmaterialización y consecuentemente la anotación en cuenta de los títulos valores.
- Liquidar los valores con exactitud, oportunidad y en forma automática de aquellos títulos depositados por las Instituciones Financieras.
- Permitir la indexación con otros sistemas ya ejecutados en la institución.
- Reemplazar significativamente la gestión operativa actual y ofrecer a los usuarios internos y externos, información oportuna.

1.3 DEFINICION DEL PROBLEMA

La falta de herramientas modernas y ágiles en el mercado de valores ecuatoriano no ha permitido mejorar su funcionamiento, ni estimular la inversión, el mismo hasta la fecha es incipiente y poco efectivo para canalizar el ahorro en áreas productivas, que permita impulsar la democratización de capitales y acoplarse a mercados globalizados.

1.4 JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

El Sistema Financiero constituye el elemento activo y dinámico de la economía del país, su fuente de ingreso lo conforman los recursos provenientes de instituciones públicas o privadas, empresas, personas naturales e inversionistas. Parte de estas fuentes de ingreso, se destina a inversiones en papeles o títulos valores emitidos por el gobierno central o por las mismas instituciones financieras.

El Banco Central del Ecuador en su calidad de depositario financiero, recibe en sus arcas, los recursos monetarios provenientes de las instituciones financieras; y, en custodia, los Valores por ellos adquiridos, para su correspondiente administración.

Los Valores depositados en la Custodia del Banco Central, permiten a las Instituciones Financieras, acceder a las Operaciones de Reporto efectuadas con el BCE, para lo cual la institución financiera operante entrega al BCE en venta los títulos valores depositados en la Custodia, con pacto de recompra.

De igual forma, los títulos valores pueden ser transferidos entre las instituciones financieras por acuerdo mutuo correspondiente a operaciones de garantía, venta o transferencia temporal o definitiva de títulos.

La forma como opera el mercado de valores permite su eficacia e integración mundial, que aporta tanto al desarrollo del sistema financiero, como a la economía real del país, sin embargo en el mercado financiero ecuatoriano se observa que:

- Las entidades de control no han establecido reglas y parámetros con estándares globales para gozar de un mercado internacional y transparente que logre atraer clientes internos y externos que confíen y participen en él.
- Sus participantes como las Casas de Valores, Instituciones Públicas, Bolsas de Valores no se han trazado metas comunes para lograr un mercado de valores dinámico y competitivo.
- Los inversionistas (empresas, clientes comunes) no han salido de esquemas tradiciones (empresas familiares) e ignoran las ventajas de invertir en un mercado de valores activo.

1.5 METODOLOGIA

El proceso de análisis comprende, el marco teórico que contiene la organización del mercado de valores ecuatoriano, los mecanismos y estándares internacionales para el control de riesgo del sistema de Custodia

de Títulos valores y sistemas de compensación y liquidación de valores en un ambiente globalizado y de eficiencia tecnológica.

Finalmente, se procederá a realizar una evaluación de los sistemas empleados en el país; al igual que el estudio del costo – beneficio de la implementación de la desmaterialización, inmovilización y anotaciones en cuenta de títulos valores en el mercado de valores del país.

CAPITULO II: MARCO TEORICO

2.1 ORGANIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

2.1.1 Estructura del Mercado de Valores (MDV)

El mercado financiero juega un papel importante en el proceso de desarrollo económico de un país, como intermediario de las unidades superavitarias y deficitarias, a fin de proveer los siguientes servicios:

- Reducir costos y facilitar transacciones entre mercados⁹.
- Mejorar la asignación de recursos escasos hacia actividades más rentables.
- Facilitar la diversificación de ahorro y riesgo financiero para poder acceder a nuevas actividades productivas¹⁰.

Su estructura dependerá principalmente del nivel de desarrollo económico, regulaciones e integración mundial que cada país posea. Además, éste tiende a variar para mejorar su funcionamiento, puesto que, las consecuencias negativas de fallas en éste sector son más fuertes que en cualquier otro de la economía, porque involucra pérdida de confianza y efectos macroeconómicos a largo plazo¹¹.

El mercado financiero se lo clasifica según el plazo y se divide en monetario y de capitales, el primero es un mercado de corto plazo y de bajo riesgo.

⁹ Aceptación universal del dinero como medio de pago, que a futuro con la globalización y la alta tecnología este se convertirá en dinero electrónico

¹⁰ Posibilitando la conversión de activos físicos inmovilizados en activos financieros a través de depósitos de valores.

¹¹ Bercoff José, "Indicadores Tempranos del debilitamiento del Sector Financiero Argentino", Instituto de Investigaciones Económicas, Universidad Nacional de Tucumán, 1999, p1.

El mercado de capitales es un mercado de mediano y largo plazo, se pueden obtener ganancias de capital más atractivas pero con un mayor riesgo, se lo realiza en un ambiente de desintermediación financiera a través de Casas de Valores quienes cobran comisiones por la ejecución de órdenes de compra y venta especialmente de acciones por parte de inversionistas. Este se divide en mercado de valores o mercado de capitales estricto y el mercado crediticio.

El mercado de Valores es un segmento del mercado de capitales, identificado básicamente, con el financiamiento de mediano y largo plazo del sector productivo. Esta conformado por el conjunto de normas, instituciones y operaciones en las que se transan títulos valores a través de intermediarios autorizados, con la finalidad de transferir fondos de los agentes económicos proveedores de recursos para aquellos que necesitan de capital. Está compuesto de dos grandes segmentos:

El **Mercado Bursátil**, es un mercado centralizado esta concentrado físicamente en un local único denominado comúnmente Bolsas de Valores y corresponde al lugar donde se ejecutan las transacciones de títulos-valores, y los precios se determinan en un sistema de público pregón entre diversos intermediarios.

El **Mercado Extrabursátil**, se caracteriza por la ausencia de un lugar de negociaciones centralizado físicamente y esta formado por el conjunto de transacciones de títulos - valores realizadas fuera del recinto de las bolsas de

valores, dependen de un eficiente sistema de comunicaciones capaz de diseminar las informaciones que permita a los intermediarios mantenerse informados de la evolución del mercado, en el que cada intermediario negocia los precios de los valores con su cliente y/o individualmente con otros intermediarios.

El mercado de valores organizado tiene dos componentes separados pero interdependientes:

El **Mercado Primario**, el cual provee de nuevos capitales a las compañías del sector privado y a los gobiernos, a través de la emisión y colocación de nuevos títulos – valores (Bonos del Estado); y en consecuencia, a este mercado acceden las unidades económicas para obtener los recursos que necesitan, para financiamiento de sus proyectos de expansión o para emplearlos en otras formas productivas.

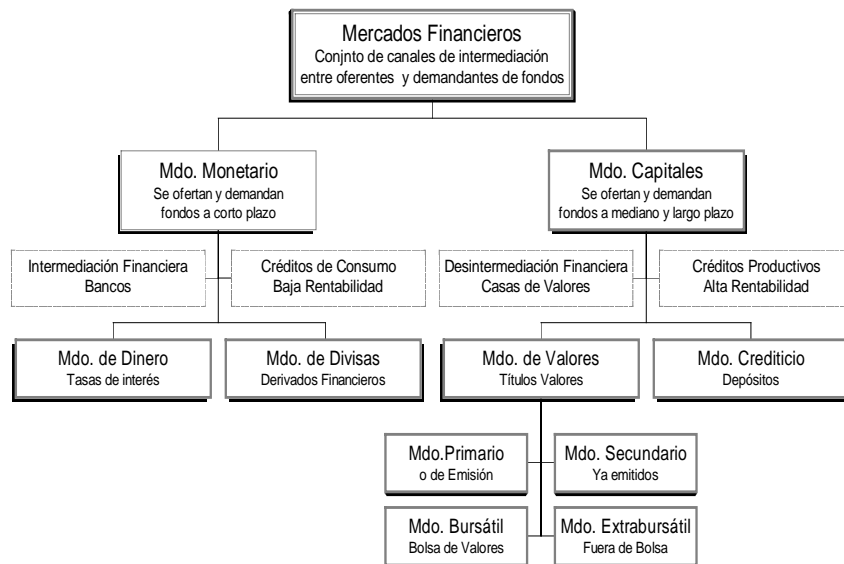
El **Mercado Secundario**, que es aquél en el cuál los títulos - valores existentes se compran y se venden todos los días, no es generador de capitales para las empresas, sino que proporciona al tenedor de las acciones o de cualquier título valor, la facilidad de venderlos en el mercado en el momento que más juzgue oportuno, es decir otorga “liquidez” a los títulos.

Las **Bolsas de Valores** son conocidas también como sitios de operación del “mercado secundario” y su existencia son fundamentales para la viabilización

de las emisiones primarias de títulos, procurando liquidez a las que se encuentran en circulación y asegurando a sus tenedores para que en cualquier momento sus inversiones puedan ser convertidas en dinero.

Gráfico No. 1

División del Mercado Financiero según el plazo



Fuente: Bolsa de Valores
Elaboración: La Autora

2.1.2 Instrumentos Financieros – Títulos Valores

En el mercado de Valores existe un sinnúmero de títulos valores donde los inversionistas pueden invertir su dinero. Un título valor es similar a un instrumento financiero porque es negociable, transferible y de aceptación general, además acredita o da derecho al dueño de este a exigir un beneficio

económico, es decir representa un ingreso futuro con cierta rentabilidad esperada¹². Desde el punto de vista de rentabilidad, estos se clasifican en:

Títulos - Valores de renta fija:

Representan derecho de crédito y tienen un rendimiento que no depende de los resultados de la compañía emisora, sino que se especifica el momento de efectuar la negociación y las partes aceptan el interés, vencimiento y fechas de pagos. Su característica principal es que pueden ser colocados en el mercado primario bursátil o extrabursátil, ser de corto mediano o largo plazo, ser emitidas por el gobierno o instituciones financieras, son de bajo riesgo y rentabilidad menor que los títulos de renta variable. A este grupo pertenecen: Aceptaciones Bancarias, Letras de Cambio, Pagarés, Certificados Financieros, Pólizas de Acumulación, Bonos del Estado, Certificados de Tesorería, Bonos Municipales, Obligaciones, Bonos Convertibles, Títulos Hipotecarios.

El Anexo No.1 describe detalladamente cada título valor.

Títulos - Valores de renta variable:

Representan derechos de propiedad, no tienen un vencimiento ni rendimiento definido puesto que depende del desempeño del emisor, las ganancias se originan por el incremento del precio de estas o por pago de dividendos.

Se negocian únicamente en el mercado bursátil a través de las casas de valores, con excepción de las transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de

¹² Montalvo, op. cit., p85.

sociedades conyugales o de hecho. Se pertenecen los títulos como: acciones comunes, preferenciales y cuotas de membresía.

Desde el punto de vista del sector de emisión, los títulos de renta fija y variable se clasifica en:

Títulos - Valores emitidos por el sector público:

Como su nombre lo indica son los emitidos por entidades estatales como: el gobierno, municipios, consejos provinciales, ministerios, etc. Su emisión es para financiar proyectos específicos (obras públicas, salud, educación) y controlar lineamientos de política monetaria como la liquidez del país.

El respaldo de su emisión la garantiza el estado, por lo que su riesgo se podría considerar como cero. Sus colocaciones se las tiene que realizar obligatoriamente en el sistema de negociación bursátil interconectado entre las Bolsa de Valores¹³, siempre y cuando excedan mensualmente los 1.000 UVC¹⁴. Además a partir de la reforma de la Ley de Régimen Tributario Interno, los rendimientos financieros que generan no están exentos del impuesto único del 8%¹⁵. Se pertenecen los títulos como: Bonos del Estado, Certificados de Tesorería, Obligaciones de la Corporación Financiera Nacional, etc.

¹³ Así lo dispone la Ley de Mercado de Valores según el Art. 37: De las Inversiones del sector público a través de las Bolsas de Valores, según el R.O. No.- 367 del 23 de Julio de 1998.

¹⁴ Un UVC equivale a USD 2.6289, por tanto el monto de la inversión será alrededor de USD 2.700.

¹⁵ Según R.O. No.379 de agosto 8 de 1998; esta disposición no regirá para aquellos que, al momento de la expedición de esta ley, se encuentren emitidos y en circulación.

Títulos – Valores emitidos por el sector privado:

El sector privado lo comprende tanto el sector productivo como el financiero, el primero abarca la emisión de títulos valores por parte de compañías anónimas, de economía mixta, en comandita por acciones y sociedades extranjeras como mecanismo de inversión y crédito. Estos pueden ser de renta fija como variable y algunos de estos son: Acciones Ordinarias, Preferentes, Bonos u Obligaciones Comunes, Convertibles, Titularizaciones.

El segundo lo integran los bancos, instituciones financieras privadas, sucursales de bancos extranjeros, mutualistas de ahorro y crédito; los títulos valores que emiten sirven para canalizar los recursos de ahorro del público hacia actividades del sector real. Igualmente pueden ser de renta fija y variable y algunos de estos son: pólizas de acumulación, certificados financieros y de inversión, aceptaciones bancarias – pagarés, acciones, obligaciones, unidades de fondos de inversión, etc.

2.2 RIESGOS FINANCIEROS EN LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES (CLV)

Los participantes en los sistemas de liquidación de valores se enfrentan a diversos riesgos que deben ser identificados y entendidos para poder ser controlados de forma efectiva. A continuación se detallan los principales riesgos financieros que se generan en el proceso de compensación y liquidación de valores¹⁶.

¹⁶ Corsa, "Mecanismos de entrega contra pago y de garantía de liquidación en los sistemas de liquidación de valores en las Américas", Informe del Grupo de trabajo sobre Compensación y liquidación, 2002,p6

2.2.1 Riesgo de Crédito

Es la posibilidad de pérdida debido al incumplimiento del prestatario o la contraparte en operaciones directas, indirectas o de derivados que conlleva el no pago, el pago parcial o la falta de oportunidad en el pago de las obligaciones pactadas. Se distinguen dos tipos de riesgo de crédito: riesgo previo a la liquidación (riesgo de costo de reposición) y riesgo de liquidación (riesgo de principal o de capital).

Riesgo de Costo de Reposición

Es el riesgo de pérdida de ganancias cuando una operación no se liquida, puesto que la parte solvente tendrá la necesidad de reemplazar y recurrir al mercado para completar la transacción fallida, a los precios actuales del mercado. La magnitud del riesgo dependerá de la volatilidad de los títulos valores negociados y del tiempo que haya transcurrido entre la negociación original y la posterior.

Por tal motivo, ambas partes enfrentan dicho riesgo, si el comprador no recibió los títulos valor tiene que volver a comprarlos a un precio diferente que el original pudiendo ser este mayor; y lo mismo en el caso del vendedor que tiene que revender los títulos valores a un precio diferente del primero pudiendo ser este menor, es decir con castigo.

Riesgo de principal o de capital

Se refiere cuando el valor total del principal está en juego si la contraparte incumple la operación, es decir, si el comprador entrega los fondos pero no recibe los títulos valores o si el vendedor entrega los títulos valores y no recibe los fondos que le adeudan¹⁷. Igualmente ambas partes están expuestas a dicho riesgo y es particularmente importante porque involucra a todo el valor transferido y en caso de incumplimiento puede causar pérdidas crediticias causando problemas sistémicos (Ej.: (el as del mercado bursátil en 1987)¹⁸.

2.2.2 Riesgo de Liquidez

El riesgo de liquidez puede enfrentar ambas partes, ya que se genera si uno de los participantes incumple la operación en el momento de la liquidación y lo realiza posteriormente; obligando a su contraparte a incurrir en costos adicionales para cumplir con otras obligaciones, por dicho faltante. Si el vendedor de un título valor no recibe el pago al vencimiento, es posible que tenga que pedir prestado o liquidar activos para completar otros pagos; igualmente por el lado del comprador, sino recibe el título valor cuando vence el plazo de entrega tendrá que pedir prestado dicho título valor para poder completar sus obligaciones de entrega.

Dichos costos dependen de la liquidez de los mercados en los que la parte afectada debe realizar sus ajustes, cuánto más líquidos sean estos, menos costosos serán los ajustes. Estos problemas pueden llegar a crear problemas

¹⁷ Este es análogo a lo que se denomina riesgo de liquidación de divisas cruzadas (*riesgo Herstatt*) en la liquidación de divisas.

¹⁸ Bhala Raj, "Sistema Bancario Electrónico Internacional: perspectivas sobre riesgo sistémico y soberanía", CEMLA, 1996, p2.

sistémicos de liquidez, debido a la rápida oscilación de los precios de los títulos valores y que los posibles incumplimientos generen preocupaciones de solvencia. Puesto que, el pánico de perder todo el valor del capital puede inducir a que algunos de los participantes retengan sus entregas y pagos, dando lugar a que otros participantes incumplan sus obligaciones¹⁹.

2.2.3 Riesgo Sistémico

Este se genera cuando el problema de incumplimiento de las obligaciones al vencimiento de una contraparte afecta a la capacidad de pago de otras contrapartes, iniciando un efecto dominó y provocando un riesgo sistémico; lo cual perturba a los mercados financieros y daña el funcionamiento de los sistemas de pago y liquidación. Los riesgos de liquidez, costo de reposición y de capital son fuentes potenciales de dicho riesgo.

Los sistemas de pagos y de compensación de valores para otros instrumentos financieros dependen en gran medida de los sistemas de liquidación de valores y de custodia, ya que suelen utilizar valores como garantías en los procedimientos de gestión del riesgo. Por tal motivo es importante administrarlos de forma adecuada para mejorar la liquidez de los mercados de valores, ya que depende de la confianza en la seguridad y fiabilidad de dichos sistemas.

¹⁹ Se trate de los títulos valores o los fondos.

2.3 RIESGOS DE OPERACIÓN DE LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES (SCLV)

Los riesgos propios de la operatividad de los SCLV tienen que ser administrados correctamente puesto que errores continuos pueden causar pérdida de confianza en la utilización del mismo; a continuación se detalla dichos riesgos²⁰.

2.3.1 Riesgo Operativo

Es causado por debilidades operacionales como resultado de deficiencias en los sistemas de información y controles internos, errores humanos o fallas en la administración, causando pérdidas inesperadas. Pueden provocar problemas de liquidez o solvencia, ya que reducen la efectividad de otras medidas que el sistema de liquidación haya adoptado para gestionar dicho riesgo. Algunas de estas debilidades pueden ser: errores o retrasos en el procesamiento, interrupciones en el sistema, capacidad insuficiente o fraudes cometidos por el personal (Ej.: la incapacidad del sistema informático del Banco de Nueva York de entregar títulos públicos en 1995²¹).

2.3.2 Riesgo de Custodia

Este surge cuando existen pérdidas por negligencia o fraude en el cuidado y administración de valores e instrumentos financieros en nombre de otros por parte del custodio o sub-custodio; impidiendo a los usuarios, de manera

²⁰ Conferencia en República de El Salvador sobre "Sistema Financiero: Novedades y Tendencias, Sistemas de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores", noviembre 2003.

²¹ Bhala, op.cit.,p3

provisional, la transferencia de dichos valores custodiados, a pesar de no existir pérdida de valor. Igualmente, si el valor es custodiado directamente por el propietario, por medio de un certificado físico, corre el riesgo de custodia propia que es la pérdida o robo de dicho certificado. También, puede originarse de un riesgo legal u operacional.

2.3.3 Riesgo Legal

Se produce cuando no existe claridad ni exactitud en las normas que rigen los procesos de compensación y liquidación de valores, puesto que, una de las partes puede sufrir una pérdida debido a que las leyes o regulaciones no respaldan las reglas del sistema de liquidación de valores, o la ejecución de los acuerdos de liquidación relacionados o los derechos de propiedad y otros intereses mantenidos a través del sistema; resultando contratos ilegales o no ejecutables, retrasos en la recuperación de fondos o valores, congelamiento de las posiciones, y sobretodo la obstrucción en el manejo adecuado de los riesgos financieros²² (Ej., el caso inglés Hammersmith en el cual un adjudicatario sostenía que la comunidad del Reino Unido no poseía la autoridad legal para celebrar contratos de intercambio)²³.

2.4 MECANISMOS DE CONTROL DE RIESGO QUE CONSIDERAN LOS ESTÁNDARES INTERNACIONALES EN LOS SCLV

En estos últimos años, algunos organismos internacionales han tenido como objetivo mantener la estabilidad financiera mediante el fortalecimiento de la infraestructura financiera y su estandarización, por lo tanto se han dedicado a

²² Especialmente el riesgo crediticio y de liquidez.

²³ Bhal, op.cit.,p4

realizar estudios sobre los sistemas de pagos como una herramienta clave para la eficiencia y control de riesgos del mercado, dando lugar a los siguientes estudios:

En 1980 los presidentes de los Bancos Centrales del Grupo de los 10 (G-10) constituyen un grupo de expertos en Sistemas de Pagos con el propósito de seguir con la identificación y estudio de algunos temas importantes como: el desarrollo de sistemas de transferencia electrónica de fondos y la cooperación frente a la competencia en los sistemas de pago.

El grupo de los Treinta, por parte del sector privado, publica, en marzo de 1989, nueve recomendaciones para los SLV en su informe: "Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets. Para continuar en forma más específica esta labor, en 1990 se constituye el Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación (CSPL) del Banco de Pagos Internacionales (BPI), tomando como prioridad la forma de reducir los riesgos financieros y operativos de los sistemas de pago y liquidación, debido al temor de que dichos riesgos contribuyan a generar problemas sistémicos si no se gestionan y controlan debidamente y en 1992 se publica el informe: "Delivery versus Payment in Securities Settlement Systems".

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), en 1998, elabora el documento "Objetivos y Principios de la Regulación de Valores". El CSPL y la OICV, en 1999, establecen el Grupo de Trabajo sobre SLV con el fin

de desarrollar recomendaciones para preservar la seguridad y solidez de los SLV. En el 2001 la CSPL elabora el documento “Principios Básicos para Sistemas de Pago de Importancia Sistémica” y ese mismo año conjuntamente la CSPL y la OICV publican las Recomendaciones para los Sistemas de Liquidación de Valores, donde se identifican 19 recomendaciones que son los estándares mínimos que deben cumplir los SLV para todo tipo de valores, tanto en países industrializados como en desarrollo y como para operaciones internas como transfronterizas. El *Anexo No.3* describe cada recomendación.

El Banco Mundial y el CEMLA, en 1999, lanzan la Iniciativa de Sistemas de Pago y Compensación y Liquidación de Valores del Hemisferio Occidental (IHO) para evaluar y recomendar mejoras a los sistemas de compensación y liquidación en el Hemisferio Occidental con miras a mejorar su seguridad (control de riesgos), eficiencia e integridad para generar crecimiento y prosperidad en el medio. Igualmente han colaborado otras instituciones como: la Comisión Nacional de Valores de España, Comisión de Valores y Bolsas de los Estados Unidos (SEC), Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV), el BID, el Consejo de Reguladores de Valores de las Américas (COSRA), el FMI, el Banco Mundial, la Asociación Internacional de Servicios de Valores (ISSA), el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, y otras más.

A continuación se describen los mecanismos para controlar el riesgo en los sistemas de compensación y liquidación de valores que recomienda la CSPL y la OICV:

2.4.1 Mecanismos de Entrega Contra Pago (ECP)

Con la implementación correcta de este mecanismo se puede eliminar el *riesgo de principal*, fuente potencial del riesgo sistémico; esto implica enlazar las transferencias de valores con las de fondos para conseguir que el vendedor entregue los títulos valores con la condición exclusiva de que percibirá el pago íntegro, e igualmente el comprador liberará los fondos con la condición exclusiva de que reciba los títulos valores. Sin este mecanismo la eficiencia del canje de fondos y títulos valores puede verse deteriorada puesto que no se facilita la entrega contra el pago, por tal motivo las entidades autorizadas a realizar la compensación (las Centrales de Depósito de Valores) deben llevarlo a cabo, como lo sugiere la Recomendación 4 y 7 de CSPL y la OICV. Igualmente puede reducir el riesgo de liquidez, porque disminuye la posibilidad de que los participantes detengan las entregas de valores o fondos cuando el mercado esté bajo presión.

Los elementos básicos para lograr una correcta operación de ECP son tres:

1. La entrega válida de los títulos valores

Esto implica que la parte que recibe los títulos valores debe considerar que el valor que recibió no podrá ser retirado con posterioridad a su recepción. En un ambiente de títulos materializados, la transferencia se produce cuando se entrega el certificado físico y el titular lo endosa, pero hay que asegurarse que el endoso sea legal y correcto. En un ambiente de custodia de títulos desmaterializados, el Depósito Central de Valores (DCV) realiza la entrega

mediante asientos contables, es decir, se debita la posición de títulos de la cuenta de custodia del vendedor y se acredita dicha posición en la cuenta de custodia del comprador.²⁴

2.- El pago de los fondos con carácter irrevocable y definitivo

Igualmente implica que el vendedor debe saber que los fondos que recibió no podrán ser retirados con posterioridad a la liberación de los títulos vendidos. En un ambiente de liquidación de títulos materializados, la transferencia de los fondos suele cumplirse mediante el canje material de un cheque o giro bancario, el cheque se canjea por los certificados materiales. Hay que considerar la calidad del pago, ya que depende del tipo de cheque y del emisor o garante que respalda el mismo. En un ambiente de liquidación de títulos desmaterializados, el pago suele cumplirse efectuando asientos contables en los libros del banco liquidador por cuenta del Depósito Centralizado de Valores.

3. La transferencia de títulos valores con la condición exclusiva de que se realice también la transferencia de fondos

Por lo general, el movimiento de títulos y fondos no ocurre al mismo tiempo, ya que por lo general, los DCV se encargan de la transferencia de títulos y el banco liquidador de la transferencia de fondos; por tal motivo, ambos deben tener procedimientos, salvaguardas y facultades legales suficientes para asegurar que la entrega válida de los títulos valores sólo ocurra con la condición exclusiva de que también se produzca el pago definitivo de los fondos con carácter irrevocable.

²⁴CSPL – OICV, “Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores”, 2001, Recomendación

Se definen tres enfoques para enlazar la entrega de valores y el pago, estos varían en función de si los valores y/o los fondos se liquidan de forma bruta (operación por operación) o neta, y dependiendo del momento en que la transferencia es firme.

Sistemas del Modelo 1: Las transferencias de valores y fondos son liquidadas simultáneamente sobre una base bruta (operación por operación) en tiempo real²⁵ por medio del ciclo de liquidación. La identidad del comprador y del vendedor se mantiene durante todo el proceso puesto que no existe sustitución ni novación de contrapartes; esta es la forma más pura de ECP. En caso de incumplimiento de una de las partes, la liquidación queda rechazada y los títulos o los fondos se devuelven a la parte cumplidora, por lo que reduce el riesgo de capital pero no el riesgo de costo de reposición ni el de liquidez. Un ejemplo el sistema Fedwire Securities para los valores del gobierno de Estados Unidos.²⁶

Sistemas del Modelo 2: La transferencia de los valores se liquida sobre una base bruta por medio del ciclo de liquidación pero los fondos en forma neta al finalizar el ciclo de liquidación. Los compradores no pueden retirar los títulos entregados a su cuenta hasta no haberse realizado el pago; un ejemplo de tal sistema es la Central Gilts Office (CGO) en el Reino Unido para liquidar los valores del gobierno²⁷.

²⁵ Ibid, recomendación 8.

²⁶ Cosra, op.cit., p. 13.

²⁷ Ibid. recomendación 3

Sistemas del Modelo 3: Las transferencias de títulos valores y de fondos se liquidan simultáneamente sobre una base neta, al final del ciclo de liquidación. Únicamente si todos los participantes con posiciones de débito neto tienen saldos de valores o fondos para cubrir esas posiciones, la liquidación final tiene lugar; por lo general este neteo es entre los participantes y la contraparte central quien garantiza la liquidación de todas ellas. Este es normalmente un modelo que se utiliza mucho a escala mundial, un ejemplo es el sistema Merval en Argentina, el sistema de Barbados y el sistema Clearing de las Bolsas de Chile²⁸.

Cada país debe elegir el Modelo de ECP que más le conviene, considerando el tipo de servicios de compensación y liquidación que demanda el mercado y los costos relativos de este²⁹. Puesto que, el nivel general de riesgo no está determinado tanto por el Modelo de ECP elegido, sino más bien por las políticas y los procedimientos de gestión de riesgos que emplee.

Si el sistema de ECP elegido garantiza la liquidación de todas las operaciones a la fecha de liquidación, la contraparte central (o entidad liquidadora) esta asumiendo en forma efectiva el riesgo de capital, el riesgo de costo de reposición, el riesgo de liquidez y el riesgo sistémico de los participantes, por lo que deberá administrar en forma correcta situaciones de riesgo cuando se verifique algún incumplimiento y aplicar los mecanismos de garantías de liquidación que se expondrán seguidamente.

²⁸ Ibid. recomendación 7

²⁹ CSPL – OICV, op.cit., Recomendación 15.

2.4.2 Mecanismos de Garantías de Liquidación

Son formas, muy variadas en todo el mundo, de administración total del riesgo, procedimientos de monitoreo y aptitudes para encargarse de una situación en la que un participante falla en cumplir sus obligaciones de liquidación³⁰. Se suele abordar a través de:

Criterios de acceso.- Por lo general, se exigen requisitos de calidad crediticia y solidez financiera a los miembros de una entidad liquidadora. Estos requisitos incluyen niveles mínimos de capital, requerimientos de liquidez, capacidad operativa suficiente y, en algunos casos, aprobación por el organismo regulador competente. Existe la dificultad de evaluar la solvencia financiera y operativa de una entidad cuando opera en múltiples mercados. Además, debe haber equilibrio entre el acceso amplio a los sistemas y la seguridad que debe existir.

Control de la solvencia de los participantes.- Además de los controles de acceso, se revisa periódicamente la situación financiera de los participantes, que deben entregar regularmente los estados financieros.

Fondo de garantía de liquidación..- Son contribuciones de los participantes para atender a la liquidación en caso de fallo de alguna de las contrapartes. Si algún miembro incumple, generalmente, primero se acude a los fondos de la contraparte que falló, si la pérdida persiste, se puede prorratear entre el resto de los participantes, en proporción a la negociación con la contrapartida que no cumplió, etc. La mayoría de los sistemas utilizan esta herramienta como:

³⁰ Ibid, Recomendación 5,9, 14 y 10.

Argentina (MERVAL), Brasil (CBLC), Canadá (CDS-SSS y CDS-DCS), Estados Unidos (NSCC, DTC, GSCC y OCC)³¹.

Compras o ventas con cargo a la parte incumplidora.- En caso de incumplimiento, se compran los valores necesarios o se vendan los sobrantes en el mercado, de tal manera que la parte incumplidora debe hacerse cargo de la diferencia entre el precio de mercado y el precio pactado en la operación original, asumiendo de esta manera el costo de reposición.

Préstamo automático de valores .- Mecanismos mediante el cual se hace un préstamo de valores para facilitar el cumplimiento oportuno de las obligaciones de liquidación.

Límites de débito neto.- Es la cantidad máxima de débito neto que se les permite incurrir a los participantes.

Límites bilaterales de crédito.- Algunos sistemas de compensación y liquidación requieren que se establezcan límites bilaterales de crédito entre los participantes.

Garantías (colateral).- Cubre operaciones específicas que generan cierto tipo de riesgos (operaciones a plazo). Son generalmente para cubrir riesgos de liquidez y se aceptan desde activos líquidos o efectivo, títulos emitidos por el gobierno, hasta títulos emitidos por el sector privado.

Provisión de liquidez intradía u overnight.- Algunos sistemas proveen liquidez por medio de fondos de liquidez, repos sobre títulos del gobierno, cartas de crédito, líneas de crédito, acuerdos con otros participantes, etc. La

³¹ Corsa, op.cit, p14

provisión de liquidez debe estar disponible en un corto período de tiempo desde su requerimiento para ser efectiva y deben diversificarse las fuentes y no incluir cláusulas que permitan al proveedor de liquidez renunciar en el último momento. En ocasiones los bancos centrales proveen liquidez intradía para facilitar la distribución de liquidez, sobre todo cuando operan sistemas de liquidación bruta en tiempo real. Este crédito suele ser remunerado aunque no en todas las ocasiones.

Sistemas de colas u otros mecanismos de gestión de la liquidez.-

Acuerdos para la administración del riesgo en los sistemas de liquidación bruta en tiempo real mediante el cual órdenes de transferencia se mantienen como pendientes por el remitente o por el sistema hasta que exista suficiente cobertura en la cuenta de liquidación del iniciador o bajo los límites establecidos para ese pagador; en algunos casos la cobertura también puede incluir líneas de crédito no utilizadas o garantías disponibles. También a veces se compensan los pagos pendientes en las colas cuando esto es posible.

Política de precios.- Algunos operadores de sistemas de liquidación bruta en tiempo real incentivan mediante diferentes bandas de precios el uso de los sistemas a ciertas horas, normalmente en las primeras horas del día, para evitar la concentración de pagos a última hora con el consiguiente riesgo de bloqueo.

2.4.3 Otros Mecanismos

Involucran los mecanismos para controlar los riesgos operativos, de custodia y legal³².

Controles de Riesgo operativo (Sistemas seguros y fiables).- Desarrollar sistemas, controles y procedimientos adecuados para poseer sistemas fiables y seguros, que puedan procesar un mayor volumen de transacciones. Deben establecerse planes de contingencia y sistemas de respaldo que permitan la oportuna recuperación de las operaciones y la finalización el proceso de liquidación.

Localizaciones de respaldo (back-up).- Si ocurriera un desastre operacional al sistema primario, debe haber disponibles sistemas de respaldo de operación y de telecomunicaciones que permitan recuperar la operativa en un período de tiempo reducido (de 60 a 90 minutos) con el sistema secundario.

Sistemas de recuperación automática.- Duplicidad de bases de datos que permitan la recuperación instantánea en el caso del fallo de un dispositivo.

Controles de Riesgo de custodia (Encriptación).- Consiste en el uso de algoritmos criptográficos para codificar datos de texto legible en textos cifrados con el fin de evitar que sean observados sin autorización.

Procedimientos de autenticación.- Son los métodos utilizados para verificar el origen de un mensaje o verificar la identidad de un participante conectado al sistema y para confirmar que un mensaje no ha sido modificado o reemplazado mientras estuvo en tránsito.

³² CSPL – OICV, op.cit., Recomendación 1, 11 y 12.

Controles de acceso.- Tales como: códigos de identificación y claves de usuario.

Control de Riesgo Legal.- Los sistemas de liquidación de valores deben tener una base legal bien establecida, clara e inteligible, que guarde coherencia interna y no presente ambigüedades, transparente, de dominio público y accesible para los participantes, en las jurisdicciones pertinentes y con un alto grado de certeza, tomando en cuenta la armonización o convergencia de leyes transfronterizas.

El marco legal debe sustentar los siguientes aspectos del proceso de liquidación, en forma clara y precisa: capacidad de hacer cumplir las operaciones, protección de los activos de los clientes (particularmente frente a pérdidas en caso de insolvencia de algún custodio), inmovilización o desmaterialización de los valores, compensaciones de saldos, préstamo de valores (incluyendo los repos y otras operaciones equivalentes en términos económicos), la firmeza en la liquidación, acuerdos para lograr la entrega contra pago, reglas ante incumplimientos, la liquidación de activos pignorados o transferidos como garantía.

2.5 COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES EN UN AMBIENTE DE INMOVILIDAD FÍSICA Y DESMATERIALIZADA

2.5.1 Compensación y Liquidación de Valores

El proceso de compensación y liquidación de una operación de valores incluye varias etapas clave: la confirmación de los términos de la negociación por los

participantes directos del mercado; el cálculo de las obligaciones de las partes resultantes del proceso de confirmación, lo cual se conoce como compensación; y la transferencia definitiva de los valores (entrega) contra la transferencia definitiva de los fondos (pago) para liquidar las obligaciones.

También se realicen otras actividades importantes como: la confirmación de los detalles de la operación entre participantes directos del mercado y participantes indirectos del mercado (inversionistas institucionales e inversionistas extranjeros o sus agentes), la comunicación de las instrucciones de liquidación a las centrales depositarias de valores y a los custodios que muchos inversionistas utilizan para que custodien de forma segura sus valores y la inscripción de la propiedad de los títulos en el registro³³.

Confirmación de la negociación e instrucciones para la liquidación

Es el primer paso en el proceso y consiste en asegurar que las partes de la operación (el comprador y el vendedor) estén de acuerdo con los términos o condiciones de la misma, es decir, la clase de valor, el precio, la cantidad a intercambiar, la fecha de liquidación y la contraparte. Este proceso puede darse de diferentes maneras y el mecanismo de negociación frecuentemente determina cómo se realiza.

Así, por ejemplo, un sistema electrónico de negociación produce automáticamente una operación confirmada entre las dos contrapartes. Otras

³³Sheppard David, "Payment Systems", Center of Studies of the Bank of England, London, 1996, p.34.

negociaciones son confirmadas por los mercados, entidades de compensación, asociaciones de negociación, etc., basándose en la información que es enviada por las partes. En los mercados extrabursátiles (OTC), las contrapartes deben remitirse mutuamente las condiciones de la negociación para que éstas sean verificadas mediante algún mecanismo, ya sea fax, un mensaje SWIFT, o quizás algún servicio electrónico especializado en el caso de órdenes y mensajería.

Mientras se realiza este proceso, las oficinas de control y registro operativo (back office) de las partes directas de la negociación también envían instrucciones para la liquidación, las mismas que por lo general tienen que casar las centrales depositarias de valores antes de efectuar la liquidación. Debido a que las partes de las negociaciones frecuentemente actúan por cuenta ajena, una parte importante del proceso de confirmación de la negociación es la transmisión de información de la operación a estos inversionistas finales.

Para que la liquidación se complete, los inversionistas deben confirmar los detalles de la operación y deben emitir instrucciones para que los fondos y los valores sean transferidos de forma apropiada. Es cierto que las contrapartes de una operación generalmente serán responsables del desarrollo de la operación, sin importar si los inversionistas para los que trabajan consideran que las instrucciones han sido ejecutadas de forma correcta o no.

No obstante, el proceso mediante el cual los participantes indirectos del mercado confirman los detalles de las operaciones (algunas veces llamado afirmación) y dan instrucciones a sus custodios para la liquidación es importante, ya que proporciona indicios tempranos acerca de qué operaciones pueden ser problemáticas en la entrega. Actualmente el proceso por el que los participantes directos del mercado confirman las negociaciones y emiten las instrucciones para la liquidación puede ser complejo, en parte debido a que puede ser necesaria la transmisión de información al participante directo del mercado sobre la asignación de las operaciones en las diversas cuentas del participante indirecto.

“La confirmación de las negociaciones entre los participantes directos del mercado debe tener lugar tan pronto como sea posible a partir del momento en que se ha llevado a cabo la negociación, pero no más tarde de la fecha de la negociación (T+0). Cuando se requiera la confirmación de las operaciones por parte de los participantes indirectos del mercado (tales como inversionistas institucionales), ésta debería producirse lo antes posible después de que la negociación se haya llevado a cabo, preferiblemente en T+0 pero no más tarde de T+1”³⁴.

Compensación

El siguiente paso es el proceso de compensación, es decir, el cálculo de las obligaciones de las contrapartes de efectuar entregas o realizar pagos en la fecha de liquidación. La compensación generalmente ocurre de una de las

³⁴CSPL – OICV, op.cit., Recomendación 2.

siguientes maneras: se calculan las obligaciones para cada operación de forma individual, esto es, la compensación ocurre de forma bruta, operación por operación; en otros, las obligaciones se someten a un proceso de compensación de saldos. En algunos mercados, una entidad de contrapartida central (ECC) se interpone entre las partes de una operación de valores asumiendo la obligación de cada una de las partes frente a la otra.

La compensación de saldos para las operaciones o las obligaciones debe distinguirse de los acuerdos para calcular el valor de la compensación en los pagos o liquidaciones, en los que las obligaciones subyacentes no se extinguen sino que las instrucciones de transferencia de fondos o de valores se liquidan de forma neta.

Liquidación

La liquidación de una operación de valores implica la transferencia definitiva de los valores del vendedor al comprador y la transferencia definitiva de los fondos del comprador al vendedor. Históricamente, las transferencias de valores conllevaban el movimiento físico de los títulos o certificados. No obstante, en años recientes cada vez es más frecuente que los valores se inmovilicen en una central depositaria de valores (CDV) o que la CDV mantenga los valores desmaterializados.

La inmovilización o desmaterialización permite que las transferencias de valores se produzcan por medio de anotaciones en cuenta en los libros de la

CDV. Una CDV también puede ofrecer cuentas de fondos y permitir que las transferencias de fondos en sus cuentas sean un medio de pago para los títulos. De manera alternativa, estas transferencias de fondos pueden realizarse en las cuentas de otra institución, como un banco central o un banco comercial.

El procesamiento de instrucciones de transferencia por parte de un sistema de transferencia de valores y un sistema de transferencia de fondos suele estar compuesto de diversas etapas, durante las cuales los derechos y obligaciones del comprador y del vendedor son significativamente distintos. Por ejemplo, es posible que los saldos sean cargados o abonados pero que las transferencias continúen siendo provisionales, y que una o más partes mantengan el derecho legal o contractual de rescindir la transferencia. Si la transferencia puede ser rescindida por el remitente de la instrucción se dice que la transferencia es revocable. Aun si la instrucción es irrevocable, si una parte, como puede ser el operador del sistema o un liquidador, puede rescindir la transferencia, ésta se considera provisional.

En la etapa en que la transferencia se vuelve firme, es decir, es irrevocable e incondicional, la obligación se extingue. La transferencia definitiva de un valor del vendedor al comprador constituye la entrega y la transferencia definitiva de los fondos del comprador al vendedor constituye el pago. Cuando se realizan la entrega y el pago, el proceso de liquidación está completo.

“La liquidación en plazo fijo posterior a la negociación (rolling settlement) debe ser adoptada por todos los mercados de valores. La firmeza en la liquidación no debe producirse después de T+3. Deben evaluarse los beneficios y costes de un ciclo de liquidación inferior a T+3”³⁵

Muchos sistemas de liquidación tienen registros asociados en los que se recoge la titularidad de los valores en los registros del emisor. Los registradores suelen ayudar a los emisores a comunicarse con los propietarios de los valores en relación con asuntos como el ejercicio de derechos corporativos, dividendos y otros. En algunos mercados, los valores pueden estar registrados a nombre del comisionista-intermediario o del custodio y no a nombre del inversor final. Este tipo de acuerdos a veces se conoce como sistemas de tenencia indirecta. En otros mercados, el propietario usufructuario o final está representado en los registros oficiales del emisor, que pueden ser los registros de la CDV, de un agente de transferencia o del emisor mismo. Esto se conoce en ocasiones como un sistema de tenencia directa.

La eficiencia de los sistemas de registro tiene implicaciones en el proceso de compensación y liquidación, ya que determina la facilidad y rapidez con que puede ser transferida la titularidad legal de los valores. La plena titularidad legal no puede obtenerse hasta que la propiedad esté inscrita en el registro, y por esta razón puede no lograrse la firmeza en la liquidación hasta que el proceso de inscripción se haya completado.

³⁵ Ibid, Recomendación 3.

Cuidado seguro o custodia

Una parte del proceso de liquidación de valores que sigue a la liquidación firme de una operación es el cuidado seguro de los valores. Si bien los valores generalmente son mantenidos en una CDV, muchos de los tenedores últimos de los valores no son miembros directos de estas depositarias, sino que establecen relaciones de custodia con los miembros de la central depositaria, los cuales proporcionan servicios de cuidado seguro y de administración en relación con la tenencia y transferencia de los valores.

Por ejemplo, los custodios mantienen registros de las tenencias de valores que guardan por cuenta de los inversionistas y realizan un seguimiento de la recepción de dividendos o pagos de intereses y del ejercicio de los derechos corporativos (por ejemplo, recompras de acciones, fusiones y adquisiciones). Conforme han ido creciendo las actividades de inversión transfronterizas, muchos inversionistas han centralizado el cuidado seguro de sus valores en un custodio internacional único. Este custodio generalmente es miembro de muchas depositarias alrededor del mundo. En los casos en que no es un miembro directo, éste establece una relación de subcustodia con esos miembros.

2.5.2 Desmaterialización

Es la pérdida del soporte cartular por parte del valor incorporado, optando por la alternativa de su documentación por medios contables o informáticos. En

otras palabras, la desmaterialización de títulos significa sustituir los valores físicos por anotaciones en cuenta, en los registros contables del emisor representado. Estos registros son manejados por una entidad especializada (Centrales de depósito)³⁶ y entregan al inversionista una constancia de adquisición, en vez de un título físico, la cual está amparada por una anotación en cuenta.

Este proceso ha ido desarrollándose, dada la necesidad de movilizar grandes cantidades de títulos en el mercado de bursátil dando mayor agilidad al sistema. Por tal motivo, a continuación se describe el desarrollo de este fenómeno:

- Uno de los primeros avances surge del tratamiento masivo de los títulos en serie, a través de su emisión mediante "títulos múltiples" representativos de varias unidades.
- Posteriormente, por medio de las entidades de depósito central se inmovilizaban los títulos, los cuales eran sustituidos por unas referencias o numeraciones que representaban a un número dado de valores depositados. Las entidades participantes en dicho sistema de depósito colectivo no efectuaban una entrega física de cada valor vendido, sino que se producía una compensación de compras y ventas de valores iguales, y en todo caso, sólo efectuaban mensualmente una movilización física de los saldos de valores resultantes de las operaciones efectuadas en el período anterior.

³⁶ Ramírez Fresia, "La crisis del papel: la desmaterialización de los títulos valores y la aparición de las anotaciones en cuenta", Revista Acta Académica, Universidad Autónoma de Centro América, Número 25, 1999,p1.

- Por último, desaparece completamente el título y queda sustituido por anotaciones contables, bajo soporte informático.

La desmaterialización del título se puede clasificar en cinco niveles, detallados a continuación³⁷:

- **Desmaterialización total obligatoria:** El título desaparece definitivamente y el derecho es representado por medio de una inscripción en cuenta.
- **Desmaterialización total facultativa:** Se trata de una forma menor de desmaterialización, en este el poseedor del título tiene la facultad de seleccionar entre la introducción al régimen de administración centralizada o conservarlo. Si elige someter el título a la central, el título valor se le sustituye por una anotación en cuenta.
- **Desmaterialización de la circulación:** En este caso no hay desaparición absoluta del documento, el título existe materialmente, y pueden presentarse dos hipótesis: que el título se encuentre depositado en una central de valores o, la emisión material del título no se ha efectuado, pero éste puede ser retirado del sistema con su correspondiente expedición. Tal es el caso de los títulos múltiples o globales.

La característica más importante consiste en que la circulación se produce sin la respectiva tradición material, la cual es reemplazada por una anotación contable, de manera que el derecho circula con

³⁷ Ibid, p.2

independencia del documento, el cual se encuentra depositado en una central de valores y podrá ser objeto de retiro en cualquier momento. En este sistema, el depositante no puede pretender la devolución de los mismos títulos que depositó, puesto que dada su carácter fungible, éstos se confunden entre la masa depositada operándose, una "desindividualización de los títulos". El modelo descrito de escisión temporal entre el título valor y su ley de circulación, ha sido adoptado en diversos ordenamientos, entre ellos el alemán, italiano, español y mexicano³⁸.

- **Inscripción fiduciaria de títulos ante un ente central:** Este consiste en la transferencia fiduciaria de los títulos a favor de un ente central; el traslado se suprime y la circulación de los títulos de crédito se reduce a la simple inscripción en cuenta.
- **La acción en sentido único:** Se trata de la sustitución de los títulos accionarios por un documento o certificado global que representa la totalidad de la participación social del titular, pero configura un título valor, por carecer de vocación circulatoria. La emisión de la acción en sentido único concluye la tipología antes descrita, constituyendo ésta el nivel más leve de desmaterialización.

2.5.3 Anotación en Cuenta

La anotación en cuenta es un sistema electrónico de representación de valores basado en cuentas similares a las de la contabilidad. La inscripción y posterior traspaso de valores se formalizan mediante asientos y se ejecutan a través de

³⁸ Ibid, p4.

sistemas informáticos, que permiten detallar quiénes son los titulares de los valores y cuántos valores corresponden a cada uno³⁹.

Constituye un sistema que suprime el movimiento de masas ingentes de papel y devuelve a los mercados de capitales la agilidad que habían perdido. Es importante entender que lo que ha desaparecido con la representación del derecho de crédito mediante la anotación en cuenta, es la existencia de incorporación del derecho a soporte alguno. Por lo tanto, no es dable configurar a las anotaciones en cuenta como una especie de título valor o como un simple mecanismo auxiliar en la transmisión o el ejercicio de los derechos incorporados a aquellos, cuando en realidad se trata de un concepto totalmente diferente, alternativo o sustitutivo del título valor.

La desaparición del título determina que el derecho no tenga que materializarse, es decir, que sea en sí mismo un valor, un “derecho-valor”; por lo que para su formalización se requiere:

- Acuerdo tomado por la sociedad emisora (acuerdo de emisión).
- Formalización de escritura pública, que conste la designación de la entidad encargada del registro contable, denominación, número de unidades del valor en cuestión, valor nominal y demás características y condiciones de los valores.

³⁹ Mendoza Amílcar, “Desmaterialización de valores mobiliarios: Algunas reflexiones a propósito de la Ley de Títulos Valores Peruanos”, Revista de Derecho Informático, 2003,p 3.

- La existencia de un registro contable y de una entidad que lo gestiona. La misma que abre cuentas, bien directamente a nombre de los titulares o a nombre de los intermediarios financieros, por el total de valores que corresponde a cada uno de ellos, efectuando, en este caso, éstos el desglose que proceda entre titulares, mediante subcuentas. De tal manera que las anotaciones en cuenta han de figurar en registros contables llevados por la entidad legalmente habilitada. La representación en anotación en cuenta se constituye en virtud de la inscripción de los valores en el correspondiente registro contable.
- La transmisión de los valores representados mediante anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos y hará oponible a terceros la transmisión desde el momento en que se efectúe. La adquisición de los valores a título oneroso por tercero de buena fe de quien, según el registro, estaba legitimado para transmitirlos, no está sujeta a reivindicación.
- La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta ha de inscribirse en el registro correspondiente, para ser oponible a terceros. La inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título.
- Los asientos de los registros contables legitiman: –activamente, a la persona que conforme a ellos, resulte titular del valor anotado, para ejercer y transmitir los derechos atribuidos por éste; – pasivamente, a la

entidad emisora (que actúe de buena fe y sin culpa grave), para liberarse mediante el cumplimiento en favor del titular registrado. La legitimación para el ejercicio o la transmisión de los derechos derivados de los valores anotados, podrá acreditarse mediante la exhibición de los certificados expedidos por las entidades encargadas de la llevanza de los registros contables.

Los valores susceptibles de representación mediante anotaciones en cuenta son los valores mobiliarios o valores emitidos en masa o serie (con igual contenido de derechos). Por ejemplo los llamados títulos de inversión, como las acciones y obligaciones de las sociedades anónimas y los títulos de deuda pública. Ciertamente, el carácter fungible de los mismos los hace idóneos para no contar con más soporte que el asiento contable.

Los títulos objeto de este proceso pueden ser al portador, nominativos o a la orden. En el primer caso, no existe problema alguno, en la medida en que su ley de circulación es la simple entrega. Dificultades mayores ocasionan los títulos a la orden y nominativos, puesto que, dada su particular ley de circulación, no pueden considerarse como fungibles entre sí.

Algunos ordenamientos optan por admitir en depósito centralizado únicamente títulos al portador. En otros sistemas que admiten el ingreso de títulos nominativos o a la orden, se recurre a fórmulas como la alemana, en la que el título es endosado en blanco, lo que equivale técnicamente a someterlos al

régimen de circulación del título al portador, o la italiana en la que los títulos nominativos son endosados con "efectos limitados" a favor del ente central.

En cuanto a la legitimación para el ejercicio de los derechos cartulares de los sujetos depositantes, se obtiene mediante la emisión de certificaciones que acreditan el depósito efectuado. Igualmente debe afirmarse que la capacidad de ciertos valores para desmaterializarse, no queda exclusivamente vinculada a su forma de emisión o catalogación, sino que también en realidad se vincula al hecho de producirse su negociación en un mercado organizado y con intervención de intermediarios profesionales⁴⁰

2.6 EVALUACIÓN DEL MARCO TEÓRICO

Para realizar la presente investigación, fue necesario analizar acerca de los sistemas de compensación y liquidación de valores de la región, los riesgos que implican y los mecanismos para mitigar estos. También se estudió la forma de su funcionamiento, si utilizan sistemas electrónicos, anotaciones en cuenta y si los títulos valores son desmaterializados o materializados.

Los sistemas de pagos, en general, son importantes especialmente para el ámbito financiero pero también para en entorno del país, pues es un elemento vital en la infraestructura financiera de la economía, un canal necesario para el manejo de la política monetaria y un medio de promover la eficiencia económica.

⁴⁰ *Ibid.*, p 5.

Por tal motivo organismos internacionales, desde los años setenta, han formado grupos de trabajo para investigar los riesgos que implican un mal funcionamiento de los sistemas de pago y han dado recomendaciones mínimas a nivel internacional, para el buen funcionamiento de estos y que puedan interconectarse y no originan riesgos sistémicos.

Del mismo modo hay que indagar sobre los procedimientos que se utiliza para realizar operaciones desmaterializadas o en un ambiente de inmovilización de títulos valores, con la ayuda de sistemas informáticos especializados y anotaciones en cuenta.

Los temas expuestos anteriormente a través del Marco Teórico han sido de mucha utilidad para desarrollar el marco empírico de la presente investigación, pues sin ellas es difícil entender, el por qué es importante desarrollar sistemas de compensación y liquidación de valores eficientes, que permitan ayudar al desarrollo del mercado de valores ofreciéndoles estabilidad, dinamismo e integración.

CAPITULO III. MARCO EMPIRICO

3.1 NEGOCACIONES BURSATILES

3.1.1 Negociaciones en la Bolsa de Valores

La Bolsa de valores son mercados de comercio en donde se intercambian títulos valores e instrumentos financieros de variada índole. Es el lugar donde se confrontan ofertas y demandas, que permite una gran concentración de actividades comerciales y la fijación de los precios de manera, probablemente, la más exacta.

Las Bolsas de Valores son herramientas vitales para el manejo de mercados de capitales por que facilitan el financiamiento de diversas tareas económicas con el ahorro público, permitiendo la transferencia de recursos entre los que disponen de excedentes, hacia los que requieren de ellos para impulsar el desenvolvimiento de sus actividades, principalmente para el mediano y largo plazo. Esto justifica, el papel de las bolsas en el gran compromiso con el desarrollo de un país, al procurar y canalizar fondos hacia las actividades que generan riqueza.

La Bolsa de Valores constituye el punto de encuentro donde compradores y vendedores negocian toda clase de papeles fiduciarios (autorizados). Esencialmente para la transferencia de acciones, pero en general se compran y revenden además obligaciones y títulos crediticios.

En tres funciones se resumen las tareas primordiales de la bolsa de valores⁴¹:

- a. Proporcionar un espacio físico con instalaciones eficientes y con sistemas de seguridad, que faciliten las negociaciones de manera clara, amplia y ágil.
- b. Proporcionar información abierta y confiable sobre: Los valores que se negocian, los emisores, los intermediarios, los tipos de operaciones, las cotizaciones, los precios, los montos ofertados, la demanda, etc.
- c. Proporcionar el servicio de depósito centralizado de compensación y liquidación de valores

A estas funciones específicas deben añadirse las demás acciones emanadas por sus propios reglamentos, pues las bolsas tienen suficiente campo para su autorregulación, principio ancestral de los mercados de valores.

En el Ecuador, según las disposiciones legales vigentes, las Bolsas de Valores son corporaciones civiles sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías.

3.1.2 Operatividad de la Bolsa de Valores

La Bolsa de Valores fue la primera institución del país en implementar el Sistema Electrónico Bursátil para automatizar la rueda a Viva voz; a diciembre del 2002 la BOLSA DE VALORES contaba con 18 cuotas de participación⁴².

⁴¹ Mariana Montalvo, Tomo I 1998, pág. No. 70.

⁴² El Anexo No.3 detalla las Casas de Valores miembros de la BV al 2002.

Los valores de renta fija, variable u otros que establezca el Concejo Nacional de Valores son negociados en la Rueda a Viva Voz como en el Sistema Electrónico de Interconexión Bursátil (SEB), en los siguientes horarios:

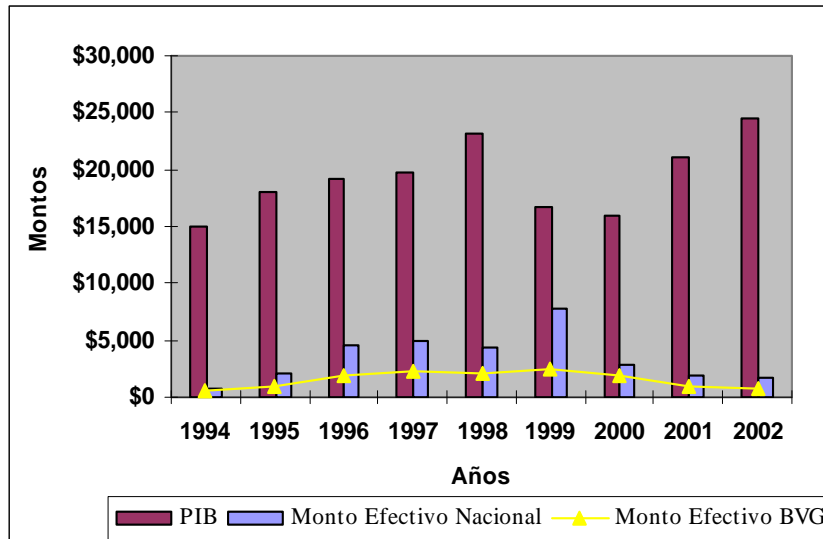
- Rueda a Viva Voz: de 11h30 a 14h00
- SEB: de 9h30 a 16h00

Las negociaciones bursátiles desde 1994 al 2002, comprenden dos fases; durante la primera (1994 – 1999) existe un aumento del 404,6%, ya que el monto negociado en 1994 fue de 492 millones de USD y en 1999 de 2.481 millones de USD. Este aumento se lo atribuyó principalmente a la expedición de la Ley de Mercado de Valores, la cual fomentó un mercado competitivo y eficiente, desarrollando los instrumentos y servicios financieros necesarios para la dinamización del ahorro y la canalización del mismo hacia las actividades productivas y de inversión.

En el período 2000 - 2002 las negociaciones decrecen en una tasa promedio anual del 54.6 ya que el monto negociado del 2000 fue de 1833 millones de dólares y del 2002 de 832 millones de dólares. Su disminución se debió principalmente a factores nacionales e internacionales que provocaron la crisis del año 1999 de la economía ecuatoriana, factor que influyó para que el país entre en el esquema de dolarización.

El monto negociado en 1999 representa el 14.9% del PIB, siendo el más significativa en el período analizado, en contraste a la de 2002 con el 3.4% frente al PIB de ese año.

Gráfico No 2
Negociaciones Bursátiles y PIB
Millones de USD (1994 – 2002)



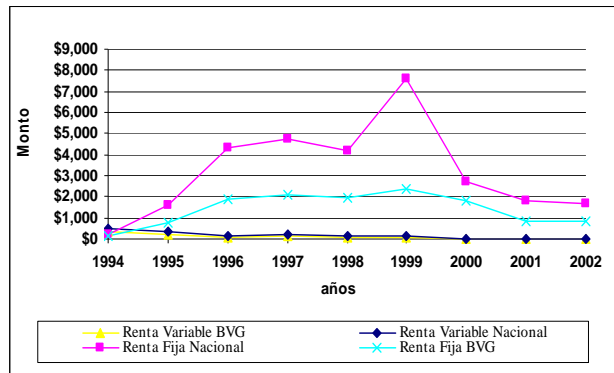
Fuente: BV
 Elaboración: La Autora

Los títulos de renta variable (acciones) negociados en 1994 ascendieron a 351 millones de USD, esto es el 71,4% del monto total de las operaciones bursátiles, principalmente porque la Corporación Financiera Nacional inició un proceso dinámico de desinversión en varias empresas en las cuales era accionista, con el fin de liberar recursos para proporcionar nuevos créditos al sector productivo del país.

A partir de 1995 y en adelante se produjo una reducción de las negociaciones de este tipo de acciones, llegando a representar en el 2002 el 0,8% del total de negociaciones bursátiles, principalmente por: la interrupción de dicho proceso; la estructura cerrada del sector real, reflejada en el desinterés en acceder a este mecanismo de financiamiento; y, la preeminencia de compañías

familiares. Por el contrario las negociaciones de títulos de renta fija en promedio representan el 87.5% del total de las operaciones bursátiles.

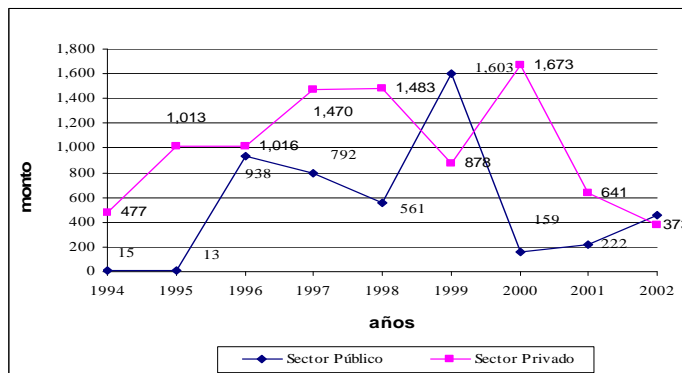
Gráfico No 3
Negociaciones Bursátiles por tipo de papel
Millones de USD (1994 – 2002)



Fuente: BV
Elaboración: La Autora

Según los sectores de emisión, las negociaciones que tienen mayor porcentaje son las del sector privado con excepción de 1999, donde el sector público negoció 1,603 millones de USD correspondiente al 64,6% del total de operaciones negociadas; el siguiente gráfico indica lo antes expuesto:

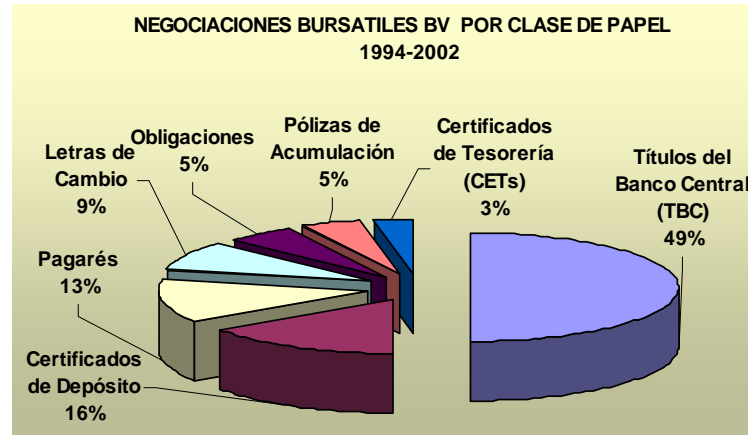
Gráfico No 4
Negociaciones Bursátiles por sector
1994 – 2002



Fuente: BV
Elaboración: La Autora

Los títulos más negociados durante 1994 y el 2002 fueron los siguientes:

GRAFICO 5



Fuente: BV
Elaboración: La Autora

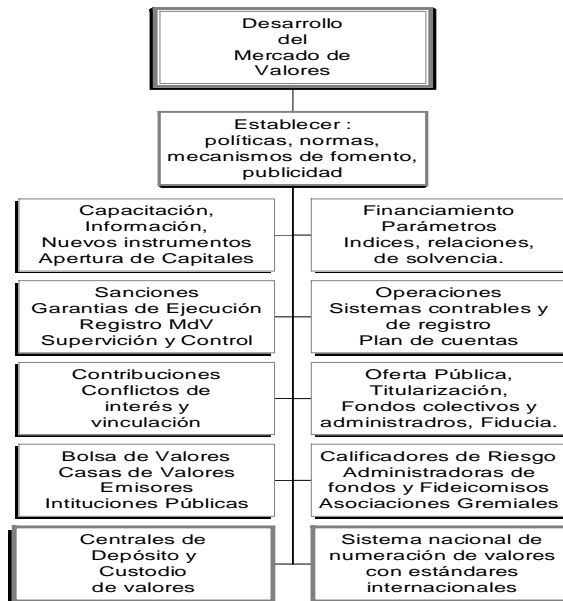
3.2 ENTES REGULADORES

3.2.1 CONSEJO NACIONAL DE VALORES (CNV)

Es el órgano rector del mercado de valores, quien establece la política general y lo regula, esta adscrito a la Superintendencia de Compañías y lo conforman 7 miembros: cuatro del sector público, estos son: el Superintendente de Compañías, quien lo presidirá, un delegado del Presidente de la República, el Superintendente de Bancos y el Presidente del Directorio del Banco Central del Ecuador; y, tres del sector privado, estos son designados por el Presidente de la República de las ternas enviadas por el Superintendente de Compañías. Las decisiones adoptadas por este se conocen a través de la expedición de normas complementarias y resoluciones administrativas de carácter general para la aplicación de la Ley a favor del desarrollo del Mercado de Valores⁴³. Algunas funciones del CNV se detallan en el siguiente gráfico:

⁴³ Ley de Mercado de Valores, Ley No. 107, RO/ 367, 23 de Julio de 1998.

Gráfico No. 6
Funciones de Consejo Nacional de Valores



Fuente: Ley de Mercado de Valores
Elaboración: La Autora

3.2.2 Superintendencia de Compañías

Es el órgano ejecutor de las políticas emanadas del CNV así como de la fiscalización, investigación, promoción y desarrollo del mercado de valores. A continuación se señala las atribuciones que más sobresalen⁴⁴:

- Ejecutar la política general del mercado de valores dictada por el CNV.
- Inspeccionar en cualquier tiempo, a los entes que intervengan en el Mercado de Valores.
- Investigar las denuncias o infracciones a la Ley, reglamentos y demás normas complementarias.
- Velar por la observancia y cumplimiento de las normas que rigen el Mercado de Valores.

⁴⁴Ibib, Art. 10.

- Autorizar, suspender, cancelar la realización de una oferta pública de valores.
- Autorizar el funcionamiento de: bolsas de valores, casas de valores, compañías calificadoras de riesgo, depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, auditoras externas.
- Organizar y mantener el Registro del Mercado de Valores.
- Velar por la estabilidad, solidez y correcto funcionamiento de las instituciones sujetas a su control.
- Disponer la suspensión o cancelación de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores de las instituciones o valores sujetos a la Ley.

3.3 PARTICIPANTES DEL MERCADO DE VALORES

3.3.1 Emisores privados y públicos:

Pueden realizar oferta pública primaria de acciones las sociedades anónimas y de economía mixta. En tanto, pueden realizar oferta pública de obligaciones (instrumentos de renta fija) las compañías anónimas y de responsabilidad limitada, las compañías en comandita por acciones y las de economía mixta⁴⁵.

3.3.2 Inversinistas Institucionales

En consideración de que los Inversinistas Institucionales son elementos importantes para asegurar el desarrollo del mercado de valores, se incorpora en el marco legal un título⁴⁶ sobre los inversinistas institucionales,

⁴⁵ Artículo 4 del Reglamento de Oferta Pública de Valores.

⁴⁶ Ley de Mercado de Valores, op. cit., del Art. 74 al 96.

considerándolas así a las instituciones del sistema financiero públicas o privadas, compañías de seguros y reaseguros, sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, que sean significativas en la participación del mercado.

Los fondos de Inversión tienen por objeto la captación de recursos de una pluralidad de inversionistas, especialmente pequeños inversionistas, para ser administrados profesionalmente y de este modo obtener mejores rentabilidades y disminución del riesgo, que normalmente solo pueden obtener grandes inversionistas que cuentan con asesores profesionales.

Las administradoras de fondos y fideicomisos son compañías anónimas que cuentan con un comité de inversiones, el mismo que tiene bajo su responsabilidad definir las políticas de inversiones de los fondos y supervisar su cumplimiento; además el objeto social de éstas esta limitado a:

- Administrar fondos de inversión.
- Administrar negocios fiduciarios.
- Actuar como emisores en procesos de titularización; y,
- Representar fondos internacionales de inversión.

El capital mínimo de una administradora de fondos es de 100.000 UVC⁴⁷, para administrar fondos de inversión o representar fondos internacionales, es decir para realizar la actividad fiduciaria y participar en procesos de titularización. En

⁴⁷ Un UVC equivale a USD 2.6289, por tanto el capital mínimo requerido será alrededor de USD 270.000.

caso de realizar las cuatro actividades deberá tener un capital mínimo de 150.000 UVC⁴⁸.

Estas compañías podrán administrar fondos de inversión cuyos patrimonios en conjunto no exceda el equivalente a cincuenta veces el patrimonio contable de la administradora de fondos. De igual forma, están obligadas a mantener invertido al menos el cincuenta por ciento de su capital pagado en unidades o cuotas de los fondos que administre, pero en ningún caso estas inversiones podrán exceder del treinta por ciento del patrimonio neto de cada fondo.

3.3.3 Bolsas de Valores

Son corporaciones civiles, sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías y su principal objeto es brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores⁴⁹.

El capital mínimo requerido para su funcionamiento es de 300.000 UVC's⁵⁰ y tiene que contar por lo menos con 10 miembros (Casas de Valores), las mismas que tienen que estar autorizadas por la Superintendencia de Compañías y ser dueñas de una cuota patrimonial. El patrimonio de las bolsas se divide en cuotas iguales y negociables de propiedad de las Casas de Valores, sin que ninguno de ellos pueda tener en propiedad más de una, en la misma bolsa. Las utilidades obtenidas al término de un ejercicio económico

⁴⁸ Ibid, capital requerido alrededor de USD 400.000.

⁴⁹ Ley de Mercado de Valores, op. cit., Art. 44.

⁵⁰ El capital mínimo requerido será alrededor de USD 789.000.

por mandato legal, no son repartibles entre sus miembros y se destinan exclusivamente a incrementar el patrimonio. El máximo órgano de gobierno de las bolsas de valores es la asamblea general integrada por todos sus miembros, quienes eligen un Directorio de por lo menos siete integrantes, quienes deberán acreditar un amplio conocimiento técnico y de experiencia en mercado de valores.

Las transacciones se realizan en la Rueda de bolsa, que es la reunión o sistema de interconexión de operadores de valores. Se celebra todos los días hábiles y es conducida por el director de rueda, a quien le compete resolver las cuestiones y conflictos que se susciten durante el curso de ésta, respecto de la realidad y validez de las operaciones.

Las Bolsas de Valores también pueden establecer otros sistemas de negociación tales como: subastas, rueda electrónica y otros mecanismos que autorice la Superintendencia de Compañías, que permitan el encuentro ordenado de ofertas y demandas y la ejecución de las correspondientes negociaciones por parte de las casas de valores.

3.3.4 Casas de Valores

Son compañías anónima autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, básicamente ejecutando órdenes de sus clientes (comitentes), en cuyo caso éstos corren con los riesgos de la inversión respectiva, pero en ocasiones pueden negociar también

por "cuenta propia", comprando y vendiendo títulos valores para su propia cartera.

El capital pagado mínimo de estos intermediarios es de 40.000 UVC⁵¹, en el cual pueden participar las instituciones del sector financiero. De hecho, la propiedad patrimonial de las casas de valores se ha sustentado en buena parte por el aporte del sistema financiero, pues casi las dos terceras partes están vinculadas a instituciones financieras.

Para actuar en el mercado bursátil, las casas de valores deben ser miembros de una bolsa de valores, es decir deben ser propietarias de una cuota patrimonial de la respectiva bolsa de valores en la cual va a operar y negociarán a través de operadores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, que actuarán bajo responsabilidad solidaria con sus respectivas casas.

Además, deben previamente obtener la autorización de la Superintendencia de Compañías cumpliendo los requisitos establecidos para el efecto, así como inscribirse en el Registro del Mercado de Valores, lo cual también implica cumplimiento de requisitos para su inscripción y la forma y periodicidad de la información que deben suministrar al mercado.

⁵¹ Ibib, capital requerido alrededor de USD 106.000.

Las casas de Valores tienen facultades bastante amplias, entre las más importantes se tiene⁵²:

- Operar de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes.
- Administrar portafolios de valores o dineros de terceros.
- Adquirir o negociar valores por cuenta propia.
- Realizar operaciones de underwriting.
- Dar asesoría e información en materia de intermediación de valores.
- Anticipar fondos de sus recursos a sus comitentes para ejecutar sus órdenes de compra de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.
- Efectuar actividades de estabilización de precios.
- Realizar operaciones de reporto bursátil.
- Realizar operaciones de “Market-Maker” con acciones inscritas en bolsa.

3.3.5 La Corporación Financiera Nacional (CFN)

La Corporación Financiera Nacional es una institución financiera pública, autónoma, con personería jurídica, que estimula la modernización y el crecimiento de todos los sectores productivos y de servicios. Según la nueva Ley de la CFN, sus principales funciones en relación con el mercado de valores son:

- Conceder préstamos, anticipos, descuentos, redescuentos u otras facilidades crediticias para actividades productivas y de servicios.

⁵² Ley de mercado de valores, op. cit, Art. 58.

- Captar recursos en el mercado de capitales a través de la emisión de títulos, obligaciones, bonos, certificados fiduciarios y títulos propios de la CFN, que sirvan de base al financiamiento de los sectores considerados prioritarios para el desarrollo nacional.
- Impulsar productos financieros y no financieros para el desarrollo del sector exportador.
- Otorgar financiamiento al importador extranjero de bienes y servicios ecuatorianos, a través de líneas de crédito a bancos del exterior.
- Participar en el capital accionario de instituciones multilaterales de crédito y en el capital de empresas nacionales, estableciendo el respectivo cronograma de desinversión.
- Titularizar activos propios o de terceros, comprar y vender títulos de emisiones del sector público y/o privado, actuar como administrador de fondos administrados y colectivos.

3.3.6 Calificadoras de Riesgo

La ley las califica como sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, cuyo objetivo exclusivo es calificar el riesgo y la solvencia de los emisores o empresas cotizantes y de sus títulos valores que se negocian en dicho mercado. Se constituyen con un capital mínimo pagado de 15.000 UVC's⁵³.

Se entenderá por calificación de riesgo a la opinión emitida por las calificadoras a través de análisis técnicos y evaluativos que indican la capacidad y solvencia de la empresa que emite sus títulos en oferta pública y que se transan en el

⁵³ El capital mínimo requerido será alrededor de USD 40.000.

mercado de valores, a excepción de aquellos emitidos, avalados o garantizados por el Banco Central del Ecuador y el Ministerio de Economía y Finanzas.

La calificación de riesgo de las acciones es voluntaria o a exigencia del C.N.V. Existen criterios de calificación para valores representativos de deuda, acciones, cuotas de fondos colectivos y valores producto de la titularización. Las categorías de riesgo en que se pueden ubicar son:

- AAA : Excelente capacidad de pago
- AA: Muy buena capacidad de pago
- A: Buena capacidad de pago
- B: Tiene capacidad de pago
- C: Mínima capacidad de pago
- D: Inadecuada capacidad de pago
- E: No presenta información

3.3.7 Ministerio de Economía y Finanzas

Todo trámite de emisión de bonos o de papeles fiduciarios del Gobierno Nacional o de las demás Instituciones de Derecho Público, con excepción del BCE, está a cargo en forma exclusiva y prioritaria del Ministerio de Economía y Finanzas. Por otro lado, toda emisión de bonos de entidades financieras requiere de la aprobación previa del Ministerio de Economía y Finanzas.

Este remite toda la documentación recibida en relación con la emisión de bonos o papeles fiduciarios a la Procuraduría General de la Nación y al Directorio del BCE, para que emitan sus dictámenes dentro del término de 15 días. Sin éstos la emisión no se puede realizar.

En toda escritura de emisión de bonos de organismos del sector público debe constar una cláusula mediante la cual se establece el contrato de Fideicomiso con el BCE, en virtud del cual este último se encargará del pago de los intereses y principal de los bonos emitidos.

3.4 INSTITUCIONES DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

3.4.1 Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores

A fin de facilitar la transferencia de los valores que se negocian en el mercado, se crearon los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, como compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías.

Su objeto es recibir en depósito valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, encargarse de su custodia y conservación y brindar los servicios de liquidación y registro de transferencias de los mismos y, operar como cámara de compensación y liquidación de valores.

Podrán ser accionistas las bolsas de valores, las casas de valores, las instituciones del sistema financiero, las entidades del sector público legalmente

autorizadas para ello, los emisores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y otras personas autorizadas por el C.N.V. y su capital pagado mínimo será de 100.000 UVCs⁵⁴. Puede ejecutar las siguientes operaciones⁵⁵:

Depósitos: recibir, custodiar y conservar valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores hasta su restitución a quien corresponda. Los participantes del mercado informarán los nombres y apellidos, o denominaciones, o razones sociales, de las personas a las que pertenezcan dichos valores.

Registro de Accionistas: Llevar a nombre de los emisores los registros de acciones, obligaciones y otros valores, los libros de acciones y accionistas, y, efectuar el registro de transferencias, así como la liquidación y compensación de los valores depositados que se negocien en bolsa y en el mercado extrabursátil.

Protesto de Valores: Presentar la aceptación o a pago los valores que le sean entregados para el efecto y levantar protestos por falta de aceptación o de pago de los valores. Estos protestos tendrán el mismo valor y eficacia que los protestos judiciales o notariales.

Desmaterialización de Valores: Podrá unificar los títulos del mismo género y emisión que reciba de sus depositantes, en un título que represente la totalidad de estos. El sistema de anotación de cuenta registrará las futuras fracciones y transferencias; mediante un título unificado y el registro o

⁵⁴ Ibid, capital requerido alrededor de USD 270.000.

⁵⁵ Ley de Mercado de valores, op. cit., Art. 62.

inscripción computarizada de los valores, sin que sea necesaria la emisión física de los mismos, particular que será comunicado inmediatamente al emisor, de ser el caso.

Otras actividades similares que autorice el Consejo Nacional de Valores.

Se establece normas para la fungibilidad, anotación de cuenta de los valores, gravámenes y limitaciones, para el ejercicio de derechos patrimoniales y para unificar valores en macro títulos.

3.4.2 El Banco Central del Ecuador

El BCE es el depositario de los fondos públicos y del encaje bancario. En sentido funge como administrador de las cuentas de reserva que en él mantienen las instituciones financieras y del sector público. Así, el BCE es el regulador, operador y liquidador de los distintos mecanismos de que se dispone para mover fondos entre tales cuentas: la cámara de compensación de cheques, el servicio de transferencias por medio de instrucciones de pago vía grupo cerrado de usuarios de S.W.I.F.T., el servicio de ventanilla y el servicio de disquete.

Complementariamente, la misión⁵⁶ del Banco Central del Ecuador radica en administrar los mecanismos de recirculación de liquidez para el sistema financiero y cumplir con la función de Agente Financiero del Estado, realizando

⁵⁶ Ley de Instituciones Financieras

el servicio de emisión, colocación, custodia y pago de principal e intereses de la deuda pública interna.

En la Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado no existen disposiciones explícitas acerca de las facultades de vigilancia (oversight) del BCE en relación con los sistemas de liquidación operados por el sector privado. Para los sistemas de pago minoristas operados por entes privados el BCE únicamente realiza funciones de agente liquidador, al igual que para la punta de efectivo de las operaciones con valores.

3.5 TÍTULOS VALORES

3.5.1 Valores Mobiliarios

La Ley de Mercado de Valores establece sus respectivos reglamentos y normas a fin de establecer, la emisión, colocación, negociación y registro de valores; igualmente considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores (CNV)⁵⁷.

Estos tienen carácter de títulos valor, por lo tanto, incorporan un derecho literal y autónomo que se ejercita por su portador legitimado según la Ley y

⁵⁷Ley de Mercado de Valores, Op. cit., Art. 2.

constituyen títulos ejecutivos para los efectos previstos en el artículo 423 del Código de Procedimiento Civil. En cambio, para que un derecho pueda ser determinado como valor no requerirá de una representación material (títulos físicos), pudiendo constar en un registro contable o anotación en cuenta.

Los valores pueden emitirse nominativamente, a la orden o al portador. Si son nominativos circularán por cesión cambiaria inscrita en el registro del emisor; si son a la orden, por endoso; y, finalmente, si son al portador, por la simple entrega.

El ámbito de aplicación abarca el mercado de valores en sus segmentos bursátil y extrabursátil, y sus participantes: bolsas de valores, las asociaciones gremiales, las casas de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos, las calificadoras de riesgo, los emisores, las auditoras externas y demás participantes.

3.5.2 Código de Identificación de Valores

El CNV está facultada para establecer un sistema nacional de numeración de valores que observe los estándares internacionales. En la actualidad el código de identificación de los valores utilizados en el Ecuador es el ISIN (*International Securities Industry Numbering*). Así, de acuerdo con este código los valores se identifican con los siguientes doce dígitos:

- Prefijo del país: 2 caracteres
- Código del valor: 9 caracteres

- Dígito verificador: 1 carácter

3.5.3 Transferencia de la Titularidad

Valores Nominativos: Los títulos valores nominativos son de difícil circulación pues se precisa que el tenedor del documento cumpla con varios requisitos para realizar su derecho; en ellos se debe hacer constar el nombre del titular del derecho incorporado al título. El emisor debe llevar un registro en el que se inscriba el nombre del tenedor del título, por lo tanto la legitimidad del tenedor del título depende de que su nombre conste en el registro del creador del título y en el mismo título.

Valores a la Orden: Estos títulos valores se expiden a favor de una persona determinada y adicionalmente contiene la cláusula con la expresión a la orden, o una fórmula que estipule que son negociables por la vía del endoso y entrega del título.

Valores al Portador: Son títulos valores al portador los que no se emiten a favor de persona determinada, aunque no se inserte en el documento la cláusula “al portador”. La exhibición del documento es suficiente para legitimar al portador porque el titular del derecho es el tenedor del documento. La legitimación en estos documentos es plena, pues, se transmiten libremente con la simple entrega del título.

Valores Anotados en Cuenta: Los valores representados por anotaciones en cuenta se transfieren por registros contables. La inscripción de la transmisión a

favor del adquirente produce los mismos efectos que la tradición de los títulos. La transferencia se perfecciona con la anotación en el registro del depósito en virtud de orden emitida mediante comunicación escrita o electrónica, dada por el portador legitimado de los mismos o por el representante autorizado de la casa de valores que lo representa.

Para los fines de toda operación con valores en custodia en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, se considera como titular o propietario a quien aparece inscrito como tal en los registros del depósito.

3.5.4 Prenda de Valores como forma de Garantía

La constitución de gravámenes reales y de limitaciones al dominio tiene lugar mediante inscripción en la cuenta correspondiente. Para efectos de la constitución de prenda comercial ordinaria dicha inscripción equivale al desplazamiento posesorio del título⁵⁸.

Si la garantía consistiere en prenda, hipoteca, la entrega de la cosa empeñada, en su caso, se hará a favor del representante de obligacionistas o de quien éstos designen. La constitución de la prenda se hará de acuerdo a las disposiciones del Código de Comercio.

3.5.5 Tratamiento de Valores Extraviados, Robados O Destruídos

El depositante, sin necesidad de estipulación expresa, debe garantizar la autenticidad, integridad y titularidad de los valores. A partir de la entrega, el

⁵⁸ *Ibid.*, Art. 230.

depósito centralizado de compensación y liquidación de valores es responsable pleno de la custodia y conservación hasta que los valores sean restituidos a quien corresponda. En cumplimiento de estos deberes, el depósito debe garantizar la autenticidad de los actos de transferencia, gravamen o limitación que inscriba en los registros a su cargo⁵⁹.

3.6 CUSTODIA DE VALORES

3.6.1 Protección de los Valores en Casos de Quiebra o Insolvencia del Custodio

En caso de disolución y liquidación de un depósito central de valores, la Superintendencia de Compañías determinará si los valores depositados serán administrados temporalmente por el depósito en cuestión o por la persona que aquella designe. En ningún caso dichos valores forman parte de la masa de la quiebra o patrimonio en liquidación⁶⁰.

3.6.2 Fungibilidad

Los valores que consten de anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión y que tengan unas mismas características, tienen carácter fungible. Por lo tanto, quien aparezca como titular en el registro contable lo será de una cantidad determinada de los mismos sin referencia que identifique individualmente los valores⁶¹.

⁵⁹ Ibid., Art. 62 y 63.

⁶⁰ Ibid., Art. 73.

⁶¹ Ibid., Art. 67.

3.6.3 Supresión de la Entrega Física

Un derecho que pueda ser determinado como valor no requiere estar representado en forma material o por títulos físicos, pudiendo constar en un registro contable o anotación en cuenta. Los valores representados por anotaciones en cuenta se transfieren por registros contables. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente produce los mismos efectos que la tradición de los títulos.⁶²

3.7 COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

3.7.1 Neteo

Ni el neteo bilateral ni el multilateral están reconocidos explícitamente en la ley.

3.7.2 Reglas de Hora Cero

La regla de hora cero invalida las operaciones liquidadas y consideradas como definitivas, realizadas desde el principio del día en que se declara la quiebra de alguna entidad. No existen disposiciones específicas, sobre este tema, en la legislación; sin embargo si se considera mala fe por parte de la institución, se puede tomar acciones retroactivas sobre las operaciones realizadas.

3.7.3 Documentos y Firmas Digitales

La “Ley de Comercio Electrónico, Firmas y Mensajes de Datos” fue aprobada por el Congreso en abril de 2002; la misma que regula los mensajes de datos, la firma electrónica, los servicios de certificación, la contratación electrónica y

⁶² Ibid., Art. 230

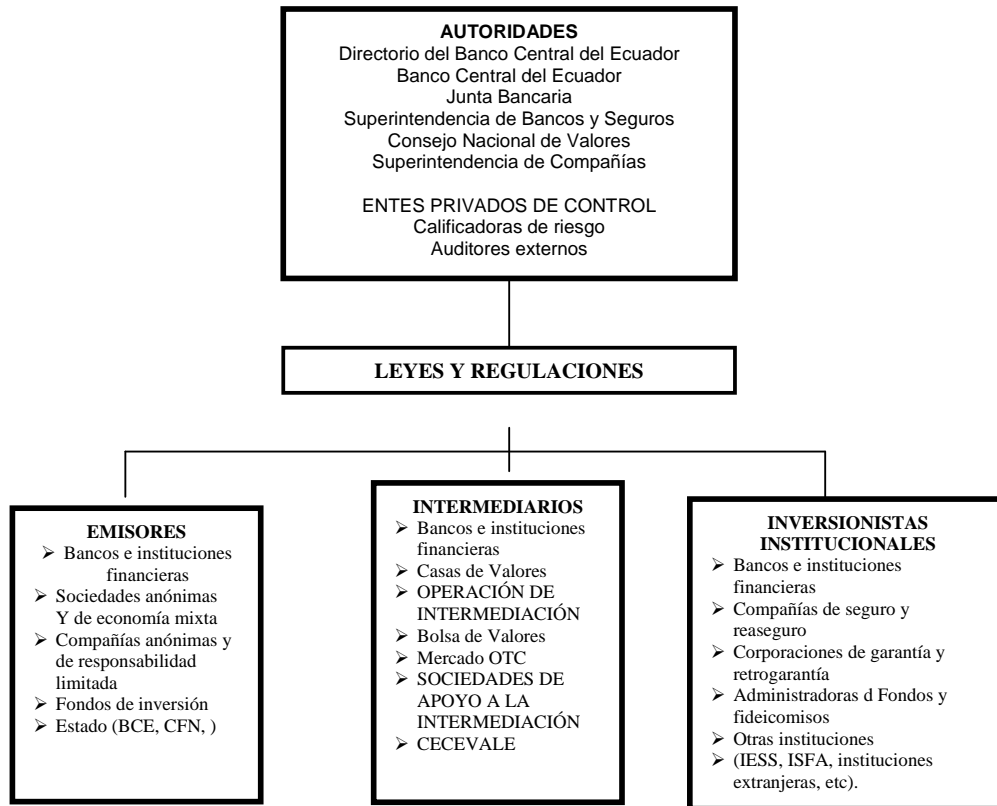
telemática, la prestación de servicios electrónicos a través de redes de información y la protección de los usuarios de estos sistemas.

Los mensajes de datos y las firmas electrónicas, tienen igual valor jurídico y validez que los documentos escritos y firmas manuscritas respectivamente, siendo admisibles como prueba en juicios.⁶³

3.8 ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES

Los organismos que regulan el sistema financiero son el BCE, la Superintendencia de Bancos y Seguros y la Superintendencia de Compañías

Gráfico No 7
Estructura del Mercado de Valores Ecuatoriano



Fuente: Bolsa de Valores
Elaboración: La Autora

⁶³ Ley No 67 publicada en el Registro Oficial Suplemento No. 577 el 17 de abril del 2002.

CAPITULO IV: SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES EN EL ECUADOR

4.1 PAPEL DEL DECEVALE COMO DEPÓSITO CENTRALIZADO DE VALORES

4.1.1 El Decevale S.A. en el periodo 1994 - 2002

Decevale S.A. es el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores autorizado por la Superintendencia de Compañías y amparado por la Ley de Mercado de Valores, constituido legalmente el 4 de enero de 1994.

El Depósito Centralizado no ha cumplido con dichos propósitos principalmente por factores internos como problemas financieros y externos como crisis económica y política del país.

Desde 1994 hasta mediados del 1999 la institución se dedicó a la fase pre-operativa de funcionamiento realizando investigaciones y capacitaciones para implementar los mejores instrumentos para la compensación, liquidación y custodia de valores.

Con base a tales estudios durante 1999 al 2001 brindó los siguientes servicios:

- Servicio de Custodia Física de papeles a las siguientes instituciones:
Banco de Guayaquil, Banco del Pacífico, Corporación Financiera Nacional (CFN), entre otras⁶⁴.

⁶⁴ El primer depósito lo realizó la Administradora de fondos del Bco. del Pacífico, custodia de Acciones de la Cervecería Nacional.

- Servicio de Desmaterialización de papeles a:
 - CFN: Emisión de Obligaciones, por un monto de \$ 60 millones de USD y Garantía Colateral por \$100 millones de USD en Bonos del Estado.

A partir de noviembre de 2001, se suspende el servicio de custodia física de títulos valores pero continúa con la custodia de los valores desmaterializados, particularmente en lo que se refiere a Obligaciones emitidas por la CFN.

A finales del año 2002 toma algunas medidas correctivas, las más importantes son las siguientes:

- Reestructuración de las cuentas por pagar
 - Condonación de deuda por parte de acreedores
 - Nuevos aportes de capital social, aproximadamente 120.000 USD
 - Disminución de pasivos y conversión en patrimonio, reflejados en el índice que mide la Utilidad (Pérdida Vs. Capital) que al cierre del año 2001 se encontraba en el 92% y para finales del 2002 disminuyó hasta niveles del 52%. Igualmente el índice Pasivo corriente /Activo corriente que para el año 2002 aumentó a 1067%, comparado con el del año 2001 de 789%.
- Apertura de Cuenta Corriente en el BCE para procesos de liquidación de efectivo.

- Apertura de Cuenta de Bonos Globales Desmaterializados en Salomón Smith Barney y suscripción del servicio del software ACCESS para manejar cuentas desmaterializadas.
- Representación del DTTC (Depósito Centralizado de Compensación de USA) en el país a través del Decevale S.A., para brindar el servicio de registro y administración de acciones y accionistas, así como el ejercicio de derechos de las empresas a través del software desarrollado por este.
- En Noviembre del 2002 se firma el Convenio de Custodia con el BCE y acuerdos para formar una Alianza Estratégica que dinamice el mercado y lo lleve a una integración de sistemas de pagos en un ambiente de inmovilización y/o desmaterializada de valores.
- En el mismo mes el Ministerio de Economía y Finanzas manifiesta su interés y necesidad de desmaterializar Bonos del Estado decreto 484, 484-992 y 484 reestructurados por un monto de 420 millones de USD.

Los Accionistas del Decevale S.A al 2002 fueron 37 compañías, siendo los principales accionistas las Bolsas de Valores del país, con un aporte del 41.5% del capital la Bolsa de Valores de Guayaquil y 20.1% la Bolsa de Valores de Quito; en el siguiente cuadro se observan los demás accionistas:

Tabla No 1
Accionistas del Decevale S.A. al 2002
Capital pagado: \$240.000⁶⁵
Accionistas: 37

Accionistas	Capital Aportado	%
Bolsa de Valores de Guayaquil	\$ 99.636	41.5%
Bolsa de Valores de Quito	\$ 48.202	20.1%
Corporación Financiera Nacional	\$ 12.000	5.0%
Bco. de Guayaquil	\$ 10.310	4.3%
Bco. de la Previsora	\$ 10.000	4.2%
Bco. del Pichincha	\$ 10.000	4.2%
Administradora de Fondos del Pacífico	\$ 9.709	4.0%
Invidepro	\$ 6.000	2.5%
Otros (29 accionistas más)	\$ 34.143	14.2%
TOTALES	\$ 240.000	100%

Fuente: Decevale S.A.
 Elaboración: La Autora

4.1.2 Cumplimiento de Estándares Internacionales

El Decevale S.A. no cumple con las recomendaciones mínimas de Estándares Internacionales, puesto que ha desmaterializado un reducido número de títulos valores y no han utilizado herramientas como la inmovilización o anotaciones en cuenta de títulos valores.

Si se lo compara con algunos países Latinoamericanos se observa que en su mayoría cumplen con la Inmovilización de títulos valores físicos y más de la mitad tiene un ambiente de Desmaterialización⁶⁶; la siguiente tabla lo detalla:

⁶⁵ En la junta general de Accionista del 21 de Agosto del 2001 se decide convertir del capital de sucres a dolores.

⁶⁶ Recomendación 6 del CSPL y la OICV.

TABLA No.2
INVOMILIZACION Y DESMATERIALIZACION
PAISES LATINOAMERICANOS
AÑO 2002

PAISES LATINOAMERICANOS	INMOVILIZACION	DESMATERIALIZACION
Ecuador (Decevale)	NO	NO
México (Indeval)	SI	SI
Venezuela (BVV)	SI	SI
Colombia (DCV)	SI	SI
Argentina (CVSA)	SI	SI
Chile (DCV)	SI	SI
Brasil (CBLC)	SI	SI
España (SCLV)	SI	SI
Perú (Cavali)	SI	SI

Fuente: Bolsa de Valores
 Elaboración: La Autora

4.2 COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES DE LA BOLSA DE VALORES

4.2.1 Procesos de Compensación y Liquidación de Valores

4.2.1.1 Modalidades de liquidación

El calce de las operaciones se las efectúa a través de la Rueda a Viva Voz o del Sistema Electrónico de Interconexión Bursátil (SEB), en los cuales existen dos periodos⁶⁷:

Período de Pre - Apertura y Ordenamiento: corresponde a los primeros quince minutos, en el que se procederá a realizar la inscripción de las posturas en firme exclusivamente, en orden secuencial de llegada. El sistema ordena las posturas por precio y secuencia de inscripción, de oferta de menor a mayor precio y de demanda en forma contraria; si los precios coinciden se los ordena por secuencia de inscripción.

⁶⁷ Reglamentos, Instructivos y Procedimientos de la BV, "Reglamento de Rueda Continua" según el Art. 43 de la LMV, p 2.

Periodo de Rueda: Es el lapso durante el cual se realizan las negociaciones de valores y las posturas pueden ser⁶⁸:

- *En firme*: Se inscriben con precio definido.
- *Cruzadas*: Son aquellas en que las posturas de compra y venta son presentadas por operadores que pertenecen a una misma Casa de Valores. Toda postura cruzada es en firme y se debe indicar en el momento de la inscripción que es cruzada, el precio y las condiciones de la postura.
- *De mercado*: Estas deben ejecutarse al mejor precio o rendimiento de compra o venta, pudiendo especificarse un precio de resguardo. En caso de no existir una postura opuesta con la cual calzarla, se da de baja automáticamente.
- *De fracciones*: Por no alcanzar los requisitos mínimos de la postura, no marcan precio.
- Una vez efectuado el calce, las operaciones se pueden liquidar en⁶⁹:
- *Fecha Valor Hoy*: Se define como Fecha Valor a la fecha en la que se comprometen, tanto el vendedor como el comprador, a cumplir los términos de la negociación mediante la entrega del instrumento vendido y al pago acordado, sin embargo, por mutuo acuerdo entre las partes, y con autorización de la Bolsa de Valores, se podrá cumplir anticipadamente cualquier operación, sin que esto implique la modificación de la liquidación. Por tanto, el cumplimiento con fecha valor hoy, implica la liquidación el mismo día, sin perjuicio de lo cual la entrega de títulos se podrá efectuar al

⁶⁸ *Ibib.*, p 4.

⁶⁹ *Ibib.*, p 9.

día siguiente hábil, siempre que exista de por medio el compromiso escrito del vendedor y la aceptación del comprador. Esto implica para el comprador la aceptación irrevocable de este compromiso, por lo cual el cumplimiento del efectivo se realizará en la fecha valor pactada.

- *Contado*: Son aquellas operaciones de renta variable, se transan obligatoriamente para ser cumplidas en término de tres días hábiles (t+3) y las operaciones de renta fija se transan para ser cumplidas hasta un plazo de 5 días hábiles (hasta t+5).
- *A Plazo*: Se liquidan en un plazo mayor a 5 días hábiles bursátiles y no posterior a 360 días calendario contados a partir de la fecha de contratación, no son susceptibles de prórroga y solamente pueden negociarse los títulos valores establecidos por la Bolsa de Valores.

4.2.1.2 Procedimientos de la liquidación

El *Sistema de Compensación de Saldos Netos de Operaciones* es el mecanismo de liquidación utilizado por la Bolsa de Valores para el cumplimiento de las operaciones; con origen y destino de fondos las cuentas de los Bancos Privados e Instituciones Públicas en el Banco Central vía transferencias, por cuenta de las Casas de Valores y las Entidades Públicas. La compensación se realiza todos los días hábiles, en cuatro diferentes procesos durante el día, cada uno independientemente del otro, con el propósito de agilizar el proceso de liquidación de negociaciones y brindar un mejor servicio a sus miembros⁷⁰.

⁷⁰ Ibid., "Instructivo de Compensación de Saldos Netos de operaciones", p 1.

El primer proceso se lleva a cabo a las 15h30 y se compensan las operaciones de ventas puras, es decir aquellas en que intervienen Casas de Valores o Instituciones Públicas diferentes por cada punta de la transacción. El segundo proceso es a las 16h30 y se incluyen las operaciones de reporto bursátil. El tercer proceso es a las 17h00 y abarca las operaciones de ventas puras pendientes de cumplir y compensar en el primer proceso. El último proceso concierne solamente a las operaciones cruzadas.

En estos procesos la Bolsa de Valores realiza la transferencia en el Banco Central del Ecuador y envía las órdenes de distribución de fondos a los Bancos Privados, *sin responsabilizarse por que el crédito final* a la cuenta destinataria de los fondos se realice en el mismo día, por lo cual el vendedor debe conseguir de su banco el crédito oportuno a la cuenta que haya dispuesto⁷¹.

La Bolsa de Valores presenta en una ventanilla especial del Banco Central, las veces que sean necesarias durante el día hasta las 17h30, el diskette y el formulario conteniendo todas las transferencias que resultaren de la ejecución de los diferentes procesos de compensación, es decir las órdenes de débito a la cuenta de la Bolsa de Valores con crédito a las cuentas de los Bancos Privados.

Para el cumplimiento de las operaciones cruzadas, la Casa de Valores o Institución Pública debe entregar a la Bolsa de Valores copia del comprobante

⁷¹ *Ibib.*, p 2.

de pago o un documento equivalente que garantice la entrega del dinero a su cliente o comité vendedor.

Aceptada una operación queda definitivamente terminada y obliga a los contratantes al cumplimiento de lo que se hubiese estipulado, ya que en las ruedas no se reconocen órdenes de carácter personal y toda operación propuesta y aceptada deberá llevarse a efecto sin que valga como excusa alegar intención de negociar sólo con determinada Casa de Valores.

El comprador fondea todas las operaciones que deban ser cumplidas en forma independiente del cumplimiento de entrega de títulos valores; en caso de incumplimiento por parte del vendedor, la Bolsa de Valores procederá a *devolver los valores cobrados por la operación en cuestión, más los intereses en el caso de que se hayan generado*⁷².

En cambio, *si no se presenta las transferencias* para el cumplimiento de transacciones se puede utilizar los siguientes mecanismos:

- *Compensación Bilateral*⁷³

Es el cumplimiento de la entrega de los títulos y/o el pago producto de una negociación, en forma directa entre los participantes de la transacción. Este proceso es aplicable por excepción, cuando exista mutuo acuerdo entre las dos partes y con la autorización de la Bolsa de Valores. Este mecanismo no podrá ser utilizado en operaciones prorrogadas o con carta de compromiso.

⁷² Ibid., p 3.

⁷³ Ibid., "Instructivo para la Compensación Bilateral", p 1.

Si producto de aplicar esta modalidad en el cumplimiento de operaciones se genera algún costo adicional, éste deberá ser cubierto por las Casas de Valores o Entidades Públicas involucradas.

- *Carta de Compromiso*⁷⁴

Mecanismo para acordar plazos distintos a los contenidos en las Liquidaciones de Bolsa para la entrega efectiva de los títulos valores negociados o del valor correspondiente a la transacción.

Para que puedan hacer uso de este mecanismo las Casas de Valores o el Sector Público debe entregar a la Bolsa de Valores, en original y copia certificada, una declaración firmada y debidamente elevada a escritura pública por el representante legal de la institución, la que libera de cualquier responsabilidad civil, administrativa o penal a la BV, al Fondo de Garantía de Ejecución y/o a cualquiera de los integrantes de sus órganos administrativos en toda operación que se realice a nombre de los comitentes o del propio portafolio.

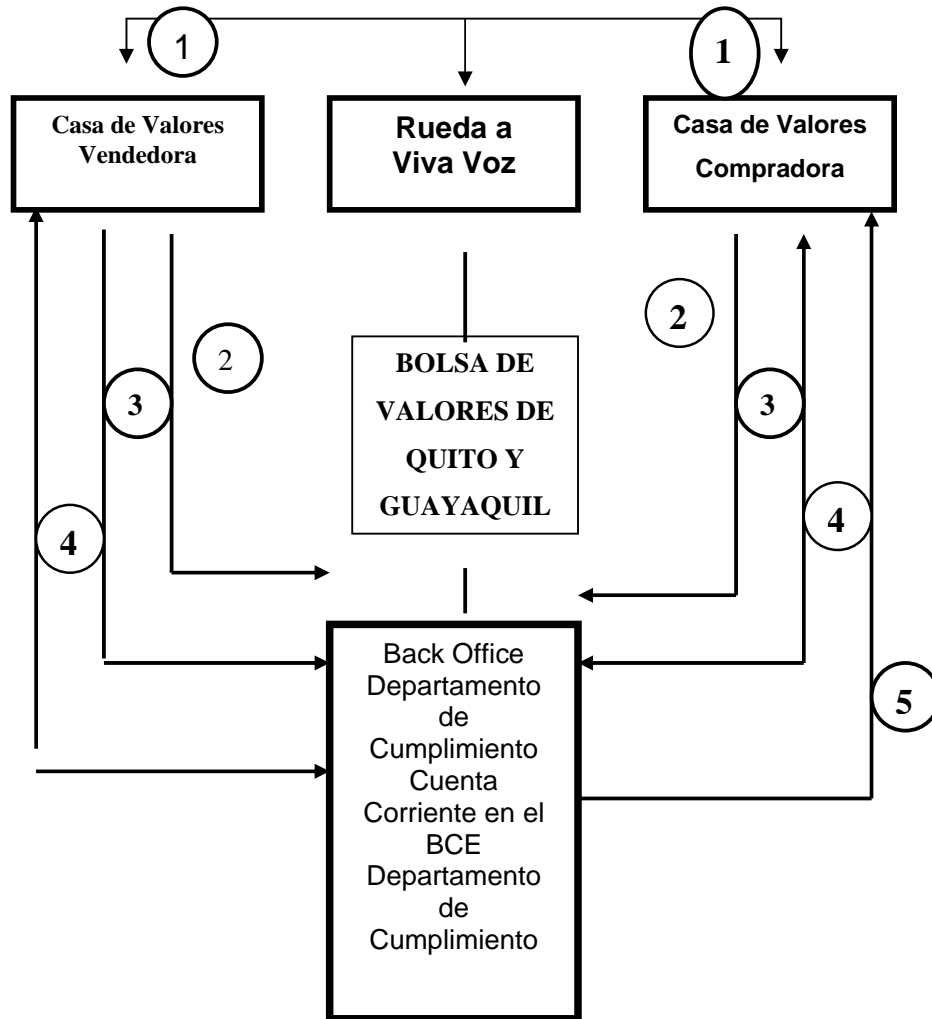
La ampliación de la fecha de cumplimiento puede ser hasta de 9 días hábiles contados a partir de la fecha valor de la operación. La institución que acepta una operación con Carta de Compromiso asume *el riesgo que implica efectuar el pago de la operación sin recibir los títulos y viceversa.*

⁷⁴ Ibid., "Instructivo para la implementación de Carta de Compromiso", p 1.

4.2.1.3 Diagramas de Flujo de Procedimientos de Liquidación

- 1 Las casas de valores ingresan sus ofertas de compra o de venta al SEB o a la Rueda a Viva Voz.
- 2 Una vez que la operación es adjudicada la información es transmitida al *back office*, para que las casas de valores registren el nombre de los comitentes y obtengan la liquidación de bolsa correspondiente.
- 3 La casa de valores vendedora envía los títulos y demás documentos necesarios al departamento de cumplimiento de la bolsa de valores.
- 4 Diariamente las bolsas establecen el valor multilateral neto de los fondos que cada casa de valores debe entregar o recibir de acuerdo a las operaciones que deben liquidarse en esa fecha. Las casas de valores con una posición neta multilateral deudora envían, a través de sus bancos, los fondos respectivos a la cuenta de la bolsa en el BCE, quien luego los acredita en las cuentas de las casas de valores con posición neta multilateral acreedora.
- 5 Una vez realizada la liquidación de la punta de efectivo, el departamento de cumplimiento de la bolsa hace entrega de los valores comprados.

Gráfico No. 8
Flujo de procedimiento de liquidación



Fuente: Bolsa de Valores
Elaboración: La Autora

4.2.2 Cumplimiento de Estándares Internacionales de control de riesgos

4.2.2.1 Compensación y liquidación de valores

Las recomendaciones sobre este tema abarcan dos puntos: la confirmación de la negociación y el ciclo de la liquidación⁷⁵.

Con respecto a la “Confirmación de la negociación”⁷⁶, el uso del sistema electrónico de negociaciones (SEB) desde el 14 de Julio de 1994 interconectó a los participantes desde los monitores de sus oficinas con el monitor central de la bolsa, permitiendo establecer, calzar y confirmar de forma inmediata las posturas de ofertas y demandas sin que sea necesario su presencia física en la rueda de piso. En 1999 se crea un sistema exclusivo para las Subastas Serializadas del sector público cumpliendo la ley de Descentralización del Estado⁷⁷.

Al comparar con los sistemas de compensación y liquidación de valores de algunos países latinoamericanos se observa que la mayoría utiliza sistemas electrónicos que permiten la confirmación automática de las negociaciones⁷⁸.

Durante el periodo de análisis el 87,7% de las transacciones promedio tiene un ciclo menor al t+3 y el 12,3% de las transacciones promedio un ciclo mayor a t+4. El año 2000 cumple con el 99,6% de transacciones de un ciclo de liquidación menor a t+3, siendo este el mejor, aunque se observa que el porcentaje ha ido aumentando paulatinamente, del 70,0% de las transacciones

⁷⁵ CSPL – OICV, Recomendación 1 y 2.

⁷⁶ *Ibid.*, Recomendación 2.

⁷⁷ Bolsa de Valores de Guayaquil, “Guía Didáctica del Mercado de Valores”, Área de Divulgación, Guayaquil, Agosto 2002, p44.

⁷⁸ En el Anexo 5 se encuentran los datos correspondientes.

en 1994 al 92,4% de las transacciones en el 2002 con un ciclo menor a t+3. En la siguiente tabla se observa dichos datos.

Los países latinoamericanos, igualmente cumplen con un ciclo menor a t+3 en la mayoría de sus transacciones⁷⁹.

Tabla No 3
Número de Transacciones y Ciclo de liquidación
Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil
1994 - 2002

AÑO	# TRANSACCIONES	% < t+3	% > t+4
1994	6.677	70.0	30.0
1995	15.559	77.7	22.3
1996	11.636	80.3	19.7
1997	14.057	87.5	12.5
1998	14.015	89.2	10.8
1999	14.970	96.3	3.7
2000	10.494	99.6	0.4
2001	3.688	96.2	3.8
2002	4.704	92.4	7.6
TOTALES	95.800	87.7	12.3

Fuente: BOLSA DE VALORES.
Elaboración: La Autora

4.2.2.2 Entrega Contra Pago

El Modelo 2 de Entrega contra Pago realiza el país, la entrega de los títulos se realiza sobre una base bruta (operación por operación) en cambio los fondos se liquidan en forma neta multilateral al momento de finalizar el ciclo⁸⁰. Alrededor del 90% de las operaciones promedio utiliza este modelo y el 10% promedio restante utiliza el mecanismo de Carta de Compromiso y Compensación Bilateral implementados por la Bolsa de Valores para que las

⁷⁹ Ibid. Recomendación 3

⁸⁰ CSPL – OICV, Recomendación 7.

operaciones se compensen, en el primer caso con el compromiso de la entrega o fondos en una fecha posterior y en el segundo de forma directa entre los participantes.

La utilización de estos mecanismos para el año 2001 fue del 9.8% de las operaciones totales en cambio que para el 2002 fue del 4.2% de las operaciones totales. La mayoría de los países latinoamericanos utiliza el Modelo 3 de ECP (entrega de títulos y fondos de forma neta) como: Argentina, Chile, Barbados, etc.⁸¹

4.2.2.3 Mecanismos de Garantías

Los mecanismos más utilizados son: el fondo de garantía de ejecución y el control de las casas de valores. El Art. 52 de la ley de mercado de valores obliga a las casas de valores a entregar este fondo para poder operar, además por Resolución de Consejo Nacional de Valores deben entregar mensualmente balance general, estado de pérdidas y ganancias y los índices de portafolio propio, endeudamiento y liquidez⁸². El fondo cubre en promedio el 5% del monto diario de las operaciones efectuadas.

El Comité sobre Sistema de Pago y Liquidación (CSPL) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) hace mención a un sin número de mecanismos de Garantía que pueden establecer los Sistemas de Compensación y Liquidación de Valores, pero enfatiza que no es el número de

⁸¹ Corsa, op. cit., pg. 12.

⁸² Publicado en el RO # 91 en Mayo de 1996

mecanismos utilizados lo que minimiza el riesgo sino los procedimientos de monitoreo y aptitudes de solucionar situaciones de incumplimiento de obligaciones por parte de los participantes del mercado.

Los mecanismos de garantía utilizados por la Bolsa de Valores son vigilados de forma adecuada, porque durante el período analizado no se observa incumplimiento de los participantes. Por tanto, cumple con las recomendaciones estándares internacionales y logra reducir los riesgos de principal, liquidez y sistémicos.

Con respecto al mecanismo para mitigar el riesgo legal, se indica que el sistema tiene una base legal bien establecida, clara y transparente, en las jurisdicciones pertinentes.

En cuanto al riesgo operativo, la Bolsa de Valores cuenta con un personal capacitado permanentemente. Mantiene respaldo de las operaciones diarias del sistema, el control de acceso al sistema se realiza a través de claves autorizadas por la Bolsa y oportunamente actualizadas. De igual forma, se ha preocupado por incorporar nuevas herramientas tecnológicas y de software.

Respecto a la custodia temporal de los títulos valores materia de las negociaciones, son depositados en cajas fuertes adecuadas, por un período muy corto, mientras se completan los procesos complementarios, como la entrega del monto pactado.

La Bolsa de Valores, cumple con las recomendaciones mínimas internacionales, que permite entregar un servicio eficiente al mercado y sus usuarios.

4.2.2.4 Mecanismos no establecidos

En el país no cumplen las siguientes recomendaciones⁸³:

- Préstamo de valores como método para facilitar la liquidación de las operaciones.
- Una entidad de Contrapartida Central que soporte alteraciones graves en el sistema (indemnizaciones).
- Compensación y liquidación de manera intra diaria o en tiempo real para obtener operaciones más seguras y protegidas.

Estas recomendaciones no se aplican por cuanto no se ha presentado el caso. Su aplicación se daría al detectar incumplimientos frecuentes por parte de los participantes.

4.3 EL BANCO CENTRAL DEL ECUADOR COMO CUSTODIO DE VALORES

El Banco Central del Ecuador establece, controla y aplica la política financiera, así como aprueba las regulaciones necesarias para su ejecución. Igualmente, determina y reglamenta los límites y las condiciones generales de las

⁸³ CSPL – OICV, Recomendación 5, 4, 8.

operaciones con y entre los integrantes del sistema financiero, instruyendo los mecanismos de compensación y liquidación interbancaria⁸⁴.

El Banco Central del Ecuador, supervisa y controla el sistema de cuentas corrientes que en él mantienen las entidades financieras, por medio de estas cuentas el BCE es el agente liquidador de las transferencias de alto valor. Sin embargo, no asume riesgos de crédito, las órdenes de pago interbancarias procesadas solo se liquidan si el ordenante posee los fondos necesarios en su cuenta.

Con el esquema de dolarización, la capacidad del BCE de ser prestamista de última instancia, para problemas de liquidez, es limitada. Pero existe dos mecanismos, el Fondo de Liquidez para los sistemas con liquidación neta diferida y el Mecanismo de Reciclaje de Liquidez del Sistema Financiero para las operaciones de alto valor, que son recursos de los participantes que redistribuye el BCE en caso de riesgo de liquidez.

Con respecto a la vigilancia (oversight) de los sistemas de liquidación, no existen disposiciones explícitas.

Asimismo es el depositario de los fondos públicos y del encaje bancario⁸⁵, incluyendo títulos valores del Sector Público, Privado y específicamente emisiones del Ministerio de Finanzas ya que forman parte de la cartera de

⁸⁴ "Ley General de Instituciones del Sistema financiero – LGISF", R.O. # 5, Sección V, Título III, Art. 23.

⁸⁵ "Constitución Política del Ecuador y Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado" Art. 261.

instituciones públicas y privadas, para lo cual cumple con los siguientes lineamientos:

- Brindar el servicio de custodia de valores, para lo cual cumple con las obligaciones establecidas en las leyes, instructivos y reglamentos internos, debiendo actuar con la seguridad y cuidado que emplea para el manejo y preservación de sus propios valores.
- Dar cumplimiento a las instrucciones solicitadas por escrito o vía electrónica, que el cliente imparta a través de las personas autorizadas.
- Precautelar la integridad física de los valores entregados en custodia. Debiendo entenderse que el Banco Central del Ecuador no se responsabiliza por la autenticidad de los títulos entregados en custodia.
- Mantendrá debidamente registrados, identificados y separados contablemente los valores recibidos en custodia por cuenta del cliente, para lo cual abrirá una especial “Valores en Custodia Privada” a nombre de la institución solicitante.
- Remitirá a los depositantes, durante los cinco primeros días de cada mes, un estado de cuenta, en el que se detallarán los saldos registrados en el mes anterior. El depositante tendrá un plazo de tres días hábiles, contados a partir de la fecha de emisión para objetar el estado de cuenta, caso contrario se entenderá que el cliente está conforme con el reporte, no se admite reclamo posterior.
- Otorgar las facilidades necesarias para que los depositantes puedan realizar una constatación física de sus valores depositados en custodia, previa solicitud con 24 horas de anticipación.

El Banco Central del Ecuador recibe títulos por: Operaciones de Garantía efectuadas entre las IFIS, títulos adjudicados a través de subastas por la Mesa de Dinero (TBC) u operaciones de reporto que consiste en la venta al BCE de títulos emitidos por el gobierno central con pacto de recompra a la fecha de vencimiento, custodia de títulos propios resultado de las inversiones propias de la institución (Bonos de Fomento Agropecuario (BFA), BIRF, Corporación Andina de Fomento (CAF), BLADDEX, Bonos del Estado); Inversiones Especiales por determinación de la Ley ecuatoriana (Fondos Judiciales, CONSEP), Títulos de Deuda Externa, por operaciones que respaldan el Encaje Bancario (Obligaciones CFN al corto plazo). La comisión por la administración y custodia de valores, se establece en el 1.5% anual sobre los saldos diarios, de conformidad con la Codificación de Tasas y Comisiones de la institución. Se complementa la custodia, con el registro de los valores redimidos, que constituyen los títulos pagados, que deben permanecer en custodia por el tiempo de 6 meses a un año, para su posterior incineración, se incluyen en este grupo los títulos emitidos por el BCE y el Ministerio de Finanzas, que tienen procedimientos independientes.

En la custodia del BCE se depositaron para el 2000 alrededor del 20,5% del monto de las negociaciones de la Bolsa de Valores, superando en el 2002 el 100% del monto de las negociaciones más un 34,2% adicional.

Tala No. 5
BOLSA DE VALORES MONTOS POR CIUDAD

AÑOS	MONTO BV	MONTO BVG	MONTO BVQ
2000	2.771	1.833	938
2001	1.807	863	945
2002	1.683	832	851

Fuente: BCE

Elaboración: La Autora

TABLA No. 6 MONTO DE TITULOS VALORES DEPOSITADOS EN EL BCE En miles de USD 2000-2002								
AÑOS	SECTOR PRIVADO	%	SECTOR PUBLICO	%	EMISIONES MDF	%	TOTAL	% MONTO NEGOC.BV
2000	194,01	51,6	83,80	22,3	98,45	26,2	376,26	20,5
2001	124,33	18,6	176,85	26,5	366,91	54,9	668,10	77,5
2002	218,52	19,6	587,13	52,6	310,24	27,8	1.115,89	134,2

Fuente: BCE

Elaboración: La Autora

TABLA No.7
TITULOS DEPOSITADOS EN LA CUSTODIA DEL BCE
EMISIONES DEL GOBIERNO CENTRAL Y SISTEMA FINANCIERO
Miles de USD
2000 - 2002

AÑOS	TITULOS DEL GOBIERNO				TITULOS SECTOR PRIVADO				TOTAL
	SECT. PRIV.	%	SECT. PUB.	%	SECT. PRIV.	%	SECT. PUB.	%	
2000	155,21	41,2	136,58	36,4	43,64	11,6	40,65	10,8	376,26
2001	87,03	13,0	462,2	69	37,3	5,6	82,56	12,4	668,09
2002	166,08	14,9	780,71	70	52,44	4,7	116,66	10,4	1115,9

Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaboración: La Autora

4.4 SISTEMA DE CUSTODIA DE VALORES (SCV)

Es el sistema de transferencias electrónicas de derechos sobre los títulos físicos que se mantienen en custodia en el Banco Central del Ecuador y que se encuentran registrados en cuentas especiales de orden.

- El Banco Central del Ecuador, presta actualmente el servicio de custodia de títulos valores a las entidades del sistema financiero.

- Para la liquidación de una operación se requiere de la orden de transferencia y la confirmación de aceptación de la contraparte.
- El sistema permite el acceso en línea y tiempo real a consultas y transacciones sobre las cuentas de custodia que las entidades del sistema financiero mantienen en el Banco Central del Ecuador.
- El sistema contempla la implementación del esquema ECP (Entrega contra Pago) integrando las transacciones de transferencia de derechos sobre las cuentas de custodia y las transferencias de fondos en las cuentas corrientes (Bancos, Casas de Valores).
- Cuenta con las opciones de consulta en línea de los movimientos y saldos de las cuentas de custodia.

Tienen definidos los montos de las negociaciones bursátiles de Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil. Las negociaciones cursadas a través de bolsa se realizan 50% por Quito y 50% por Guayaquil .

4.4.1 Descripción de la Custodia de Valores del Banco Central del Ecuador

El Banco Central del Ecuador, inicia la cadena de valor con el servicio de custodia, que consiste en recibir en depósito los títulos valores emitidos por el Ministerio de Economía y Finanzas, por disposición del Estado Ecuatoriano y de los valores que poseen las entidades del Sistema Financiero, a fin de garantizar su integridad y conservación.

El Banco Central del Ecuador es en la actualidad el principal custodio tanto de valores del sector público como del privado. Antes del desarrollo de este Sistema, no existía interconexión entre los sistemas de custodia y los sistemas de Pagos del BCE, por lo que la transferencia de la titularidad de los valores sólo es posible con órdenes de transferencia libres de pago.

El desarrollo del sistema de custodia de valores, permite realizar la liquidación de valores custodiados⁹⁷, bajo un entorno de entrega contra pago (EPC), por medio de interfaces entre dicho sistema y el Sistema de Pagos en Línea y tiempo real (SPL).

La Custodia del Banco Central del Ecuador, recibe en depósito títulos valores de los cuales el 90% corresponde a bonos del estado y el resto a valores emitidos por el sistema financiero.

El Banco Central del Ecuador, ofrece el servicio de Custodia directamente a las entidades emisoras entre las que se incluyen el Ministerio de Finanzas y la Corporación Financiera Nacional entre otros.

La Custodia del BCE, guarda los títulos redimidos (ya cancelados) emitidos por el Ministerio de Finanzas (Bonos del Estado, CETs, Certificados Provisionales) y Banco Central del Ecuador (TBC), para su posterior incineración.

⁹⁷ Se prevé que el sistema planeado pueda incluso manejar acciones

4.4.2 La Custodia del Banco Central del Ecuador como una herramienta de soporte para efectuar operaciones:

- Reciclaje de liquidez a través de la emisión de Títulos del Banco Central (TBCs) y operaciones de reporto.
- Para realizar la gestión de cobro de la Deuda Pública Interna, por efecto de la custodia y administración de valores (Bonos del Estado).

4.4.2.1 MECANISMO DE RECIRCULACIÓN DE LIQUIDEZ

El mecanismo de recirculación de liquidez, contemplado en el Artículo No. 23 de la Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado, constituye un instrumento de Reordenamiento Monetario que permite modular la volatilidad de los flujos monetarios en la economía.

Reciclar la liquidez del sistema financiero significa recoger excedentes de liquidez que existan en la economía, mediante la emisión de Títulos del Banco Central (TBC) y canalizarlos, a través de Operaciones de Reporto, hacia instituciones financieras que presenten necesidades temporales de liquidez y que no puedan acceder de manera suficiente al mercado interbancario. De tal forma, se reduce el riesgo del sistema financiero al evitar que problemas temporales de liquidez de determinadas instituciones financieras, se perciban como dificultades de solvencia.

Los TBC son bonos cupón cero, denominados en dólares norteamericanos, que se negocian con descuento, es decir a un precio menor a su valor nominal. El valor nominal de estos títulos se paga al vencimiento. El mecanismo de

venta de los títulos es una subasta pública que opera mediante un sistema electrónico de negociación y en la que participan instituciones financieras privadas y públicas. Las tasas de interés son determinadas por el mercado.

Por su parte, las Operaciones de Reporto constituyen negociaciones mediante las cuales, las instituciones financieras venden al Banco Central del Ecuador, exclusivamente Títulos Valores emitidos y avalados por el Gobierno Nacional con el compromiso de recomprarlos a la fecha de vencimiento de la operación.

Estos títulos valores, en unos casos, están depositados por las instituciones financieras en la Custodia del Banco Central del Ecuador, situación que facilita la operación y en otros son entregados por los depositantes al momento de la confirmación de la operación.

.

La finalidad de las Operaciones Reporto del Banco Central del Ecuador, es redistribuir equitativamente la liquidez en el sistema financiero, con lo que se reduce la incertidumbre de los agentes respecto a la estabilidad de dicho sistema.

Con la aplicación del mecanismo en referencia, se pretende conseguir que los flujos de capital que eventualmente podrían salir del país, de esta manera recirculen dentro de la economía, dado que los TBC tienen bajo riesgo. La tasa de interés de los TBC es substancialmente inferior a la tasa activa referencial,

con lo que no se interfiere con la demanda por el crédito otorgado por el sector privado.

Al apoyar con recursos, a través de las operaciones de reporto, a instituciones financieras que lo requieran, se permite una distribución más homogénea y equitativa de la liquidez en el sistema financiero; se reduce la incertidumbre de los agentes respecto a la estabilidad del sistema financiero; y, se facilita para que las operaciones de crédito hacia los sectores productivos se cumplan de manera adecuada.

4.4.3 Administración de la Custodia del BCE:

Custodia y Administración de Terceros:

- Las instituciones emisoras, como el Ministerio de Finanzas, emite Bonos del Estado y deposita en la Custodia del Banco Central del Ecuador, toda la emisión está amparada con un Decreto Ejecutivo, antes de que salga a circulación en el mercado secundario. Se incluye la Corporación Financiera Nacional.
- El CONSEP y Depósitos Judiciales, deben depositar los títulos adquiridos por inversiones efectuadas por esta entidad.
- Los fondos de empleados del BCE mantienen depositados los títulos provenientes de las inversiones realizadas con sus recursos.
- Por disposición de la Dirección Nacional de Extranjería, a fin de que los extranjeros inmigrantes, que ingresan al país en calidad de inversionistas, categoría 10II por mandato expreso de la Ley, deben depositar en la

Custodia del Banco Central del Ecuador, los Valores adquiridos al Sistema Financiero, y mantenerlo inmovilizado mientras dure su visa.

Custodia y Administración de Valores Propios:

Valores correspondientes a Inversiones propias del BCE, consecuencia de la quiebra de los Bancos Privados, por operaciones de liquidez con títulos no recomprados⁹⁸(Bonos AGD).

- Otros Valores como Claves y llaves de las bóvedas que dispone el Banco Central del Ecuador.

Custodia de Valores del Sector Financiero y Público Financiero.

- Las instituciones del Sistema Financiero, Sector Público y Sector Público Financiero, entregan al Banco Central del Ecuador sus instrumentos financieros para ser depositados en la Custodia de Valores de esta entidad.

4.4.4 Operaciones de la Custodia:

- Operaciones de Ingreso, correspondiente a los títulos adquiridos por las IFIS, para ser depositados en la Custodia del BCE.
- Operaciones de Egreso, que por voluntad propia lo realizan las IFIS, o que se demandan por efecto de los plazos de vencimiento.
- Canje de Títulos, que se producen al reemplazar el Certificado Provisional por el Bono del Estado, definitivo.

⁹⁸ El Banco Central del Ecuador puede realizar operaciones de reporto con cargo a la Reserva de Libre Disponibilidad del Sistema de Operaciones, en dos instancias: La primera consiste en emitir TBC al Sistema Financiero y la segunda en realizar operaciones de reporto con las IF sujetas a la obligación del encaje con títulos emitidos exclusivamente por el estado, es una transacción con pacto de recompra.

- Las operaciones de transferencia de títulos entre las instituciones financieras que mantienen sus títulos valores en la Custodia, son avaladas por el Banco Central del Ecuador.

Operaciones de Ingreso de Valores

Los depositantes, entregan en depósito títulos por ellos adquiridos para su guarda, conservación y custodia, los que se registran en el Sistema de Custodia de Valores (SCV) con todas condiciones financieras del título.

Operaciones de Egreso de Valores:

Los depositantes, tienen la libertad de retirar los valores depositantes a su vencimiento o cuando a bien tuvieren; en el primer caso para gestionar personalmente su cobro al emisor o en el segundo, para realizar operaciones interbancarias. Esto es un retiro físico del título, cuyo riesgo corre a cargo de la institución que efectúa el retiro. En el sistema SCV, se procede a registrar el egreso de los instrumentos, para actualizar el stock.

Operaciones de Transferencia:

Este proceso se basa en una instrucción impartida por la institución depositante que posee el derecho de los títulos valores depositados en la Custodia del BCE, mediante la cual dispone se proceda a entregar una parte o un todo de sus títulos, a nombre de otra institución financiera, por un determinado tiempo o puede ser por tiempo indefinido. La operación de transferencia requiere una confirmación de la operación por parte de la institución que recibe los títulos. El

Banco Central del Ecuador por su parte, procede a registrar contablemente y físicamente los títulos materia de la transacción.

4.5 ANALISIS COSTO – BENEFICIO DE UNA EMISIÓN FÍSICA VS EMISIÓN DESMATERIALIZADA

4.5.1 Breve descripción de la desmaterialización de Títulos Valores

La desmaterialización de un título valor puede describirse como “el fenómeno de la sustitución, del medio físico o cartular, por la documentación de la obligación en él contenida, en medios contables o informáticos”

Este mecanismo es común en todos los países con un mercado de valores desarrollado como Estados Unidos, los países de la comunidad Europea, de América Latina tales como México, Chile, Argentina, Venezuela, Brasil, Perú, Panamá entre otros.

También hay que resaltar que los Bonos de Deuda Externa (Bonos Globales, Eurobonos y Bonos Brady) emitidos por todos los países del mundo, son desmaterializados, ya que los mercados emergentes internacionales en donde se negocian, exigen esta características por su facilidad, seguridad y agilidad en todos los procesos relacionados a la compraventa de valores.

Existen varios y muy importantes aspectos de la desmaterialización que contribuyen a la formación de un mercado de valores más seguro y eficiente, con estándares internacionales, que dinamiza el mercado de valores local y

facilita la participación de la inversión extranjera en el Ecuador, pues con la Desmaterialización se genera:

- Títulos mucho más líquidos
- Nivelación de rendimientos a nivel nacional
- Formación de precios oficiales
- Elimina de raíz los mercados informales
- Garantiza la integridad y calidad de los títulos
- Elimina el traslado de los valores y sus riesgos asociados: Robo, hurto, pérdida, destrucción, deterioro.
- Elimina el tedioso, lento y costoso proceso de fraccionamiento
- Simplifica el proceso de transferencia de dominio
- Conocimiento en detalle de los tenedores o titulares de los valores emitidos.

Procedimiento para la desmaterialización de un título valor

Emisión

Si una empresa desea efectuar una emisión desmaterializada, lo primero que debe hacer es cumplir los siguientes requisitos⁹⁹.

- Escritura pública ante un notario para la emisión de títulos desmaterializados.
- Prospecto de la oferta pública
- Resolución de la aprobación de la Superintendencia de Bancos
- Resolución de la Intendencia de Mercado de Valores para la emisión en que autoriza.
- Aprobar el contenido del prospecto de oferta pública de los títulos

⁹⁹ Fuente Bolsa de Valores

- Autorizar la oferta pública de los títulos
- Disponer la inscripción en el Registro del Mercado de Valores y el convenio de representación de los obligacionistas

EL prospecto de la oferta pública debe contener: monto de la emisión, características de los valores, plazo de colocación, intereses y reajustes, forma y épocas de amortización, forma de rescates, fecha y modalidades de los pagos.

El emisor tiene que suscribirse en el Depósito Centralizado de Valores, donde deberá abrir una cuenta y obtener una constancia de depósito para poder efectuar cualquier operación desmaterializada.

Registro

En esta se registrarán los depósitos, retiros y transferencias de valores, efectuados por el depositante, y los débitos y créditos derivados de las negociaciones realizadas por el depositante en las Bolsas de Valores o en el mercado extrabursátil. A continuación se detalla un ejemplo para comparar los costos que generaría una emisión física de títulos valores Vs una Desmaterializada. Se realizará una emisión de obligaciones por un monto de 10 millones de USD, a un plazo de 5 años, con pagos de intereses trimestrales y de capital semestrales.

Tabla No 8
Costos de una Emisión Física

Costos de emisión física	Porcentaje	Valor USD
▪ Comisión Asesoría CV	0.5	5.000
▪ Calificación de Riesgo		6.000
▪ Representante de Oligacionistas		500
▪ Prospecto de la oferta		300
▪ Inscripción Registro de Mercado	0.05	500
▪ Cuota Inscripción en Bolsa		500
▪ Comisión Colocación CV	0.2	2.000
▪ Comisión Bolsa	0.1	1.000
▪ Costos Legales		500
▪ Impresión de títulos valores	0.05	500
▪ Custodia de títulos valores	0.1	1.000
Total		17.800

Fuente: Bolsa de Valores
Elaborado: La Autora

Tabla No 9

Costos Totales por Emisión Desmaterializada de títulos valores

Costos de emisión desmaterializada	Porcentaje	Valor USD
▪ Comisión Asesoría CV	0.5	5.000
▪ Calificación de Riesgo		6.000
▪ Representante de Obligacionistas		500
▪ Prospecto Oferta Pública		300
▪ Inscripción Registro de Mercado	0.05	500
▪ Prospecto Oferta Pública		300
▪ Inscripción Registro de Mercado	0.05	500
▪ Cuota Inscripción Bolsa		500
▪ Comisión Colocación CV	0.2	2.000
▪ Comisión Bolsa	0.1	1.000
▪ Costos Legales		500
▪ Servicio del Decevale S.A.	0.1	1.000
▪ Impresión de Títulos Valores		-0-
▪ Custodia de Títulos Valores		
Total		17.300

Fuente: Bolsa de Valores
Elaboración: La autora

Al comparar dichos costos se concluye que los costos de la emisión desmaterializada son menores a los costos de la emisión física, en razón de que el primero incluye el costo por emisión, situación que se compensa en el segundo caso, con el costo del servicio de la desmaterialización.

La elección entre emisiones desmaterializadas y físicas no depende de los costos a efectuarse sino de otros rubros como la eficiencia en los servicios al cliente, la satisfacción de las necesidades del usuario y de los beneficios obtenidos por su aplicación en el mercado.

Desventajas de la Emisión Cartular:

- Pérdida, robo
- Falsificación, adulteración
- Emisión de:
 - Certificado Provisional
 - Título Definitivo
- Proceso lento y costo de:
 - Emisión
 - Fraccionamiento
 - Firmas a montones
 - Ejercicio de derechos
- Administración y Custodia de:
 - Documentos vencidos
 - Documentos Canjeados

- Manejo de inventario Insumos
 - Papel de seguridad
 - Tintas especiales, etc.
- Traslado innecesario de títulos y sus riesgos asociados.

Beneficios del proceso de desmaterialización:

La desmaterialización tiene distintos grados de beneficios que van en dependencia del rol que desempeña el partícipe en el Mercado de Valores.

Además del ahorro de tiempo y preocupaciones, los partícipes obtendrán una importante reducción en sus gastos administrativos y operativos, a los que hay que sumarle el incremento de la eficiencia en los procesos.

- *Seguridad:* por la eliminación del riesgo derivado del manejo físico de los títulos valores: pérdida, robo, destrucción, falsificación, adulteración, desgaste, traslado físico innecesario.
- *Agilidad operacional y optimización de tiempo por:*
 - No realizar la emisión de títulos valores; el proceso de emisión de títulos valores tarda entre uno y dos meses, dependiendo de la cantidad de t-v a emitirse.
 - Rápido registro de traspaso de un propietario a otro.
 - Facilidad de fraccionamiento.
 - Eliminación del manejo de inventario y de los controles de seguridad de los títulos físico de valores.

- Mayor agilidad y dinamismo en la rotación de operaciones realizadas por disminución de pasos operativos.

La desmaterialización de títulos constituye beneficios para las empresas emisoras, las casas de bolsa y los inversionistas; en este contexto se menciona las principales:

Para el emisor:

- Elimina los costos de la emisión física (se elimina el diseño, impresión y elaboración de títulos). Por ser títulos electrónicos no es necesario emitir títulos nuevos para fraccionar un título existente.
- Elimina el problema del espacio en los títulos para los endosos múltiples.
- Conoce en todo momento quienes son los tenedores de sus emisiones, y el valor que tiene cada uno.

Para la Bolsa de Valores:

- Reduce el tiempo en que se lleva a cabo el control de los títulos, ya que no se debe de ingresar al sistema electrónico el número correlativo y demás características de cada lámina.
- Elimina el costo de personal a cargo de entrega de los títulos.
- Elimina el costo de custodia y manejo de los títulos.
- Simplifica el proceso de transferencia de dominio
- Proceso electrónico de verificación de las características de los valores versus los términos de la negociación: Conteo, Valoración.

Para el inversionista

- Mayor agilidad en el proceso: Anteriormente el proceso de impresión implicaba varias semanas desde que el inversionista había realizado la operación, hasta cuando éste recibía el título físico. Con la desmaterialización, el inversionista hace su pago e inmediata y simultáneamente recibe la constancia de adquisición.
- Elimina los riesgos de la movilización de los títulos cada vez que se negocia el traslado.
- Elimina los riesgos de guardar los títulos bajo el colchón (riesgo de pérdida, robo, deterioro o destrucción del título).
- Elimina los riesgos de falsificación
- Elimina las firmas de bonos y los problemas de la entrega inicial de los títulos a los depositantes.
- Automatiza el pago de los intereses y capital, eliminando así los costos / riesgos del pago contra la presentación física de los títulos en el banco pagador.
- Elimina el pago atrasado de los intereses por la presentación tardía del título y la confusión de quien era el dueño a la fecha de pago de los intereses

Para el mercado:

- Mayor rotación de transacciones.
- Títulos desmaterializados son más atractivos para inversionistas extranjeros.

- Facilita la negociación de valores, generando mayor liquidez y formación de precios oficiales
- En la venta del valor, se garantiza propiedad del valor contra recepción del pago.

CAPITULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1 Conclusiones

1. El mercado de Valores ecuatoriano es incipiente e insignificante en el proceso de canalizar el ahorro a sectores productivos, reflejado en los pequeños montos de negociación con relación al PIB.
2. El sistema de compensación y liquidación de valores ha logrado establecer nuevas herramientas, acopladas a sistemas electrónicos de negociación modernos, que mejoran la eficiencia y agilidad de dichos procesos.
3. El Decevale S.A. no ha cumplido con su misión ni visión desde su creación, brindando un servicio limitado de custodia, inmovilización de títulos valores, desmaterialización de las operaciones; además no ha efectuado el proceso de compensación y liquidación de valores, asumiendo este papel las Bolsas de Valores del país y ahora el Banco Central del Ecuador esta liderando este proyecto en el que incluirá como principal actor a la Bolsa de Valores como entidad que instruye al BCE para el cumplimiento de las operaciones de transferencia bajo la modalidad de Entrega contra Pago (ECP).
4. Banco Central del Ecuador ha participado en la agilidad y eficiencia del mecanismo de compensación y liquidación de valores, por ser el agente de liquidación de las negociaciones realizadas. En la actualidad, ha

dotado de un Sistema de Custodia de Valores que simplifique y agilite los procesos actuales de negociación, generando a su vez la reducción del tiempo de ejecución de las operaciones, cobros y pagos entre los agentes económicos e instituciones financieras, con los consiguientes reducciones de costos, así como una mayor eficiencia y transparencia de los mercados, garantizando seguridad y oportunidad de las operaciones que se realicen a través de este mecanismo.

5. El desarrollo de los servicios de custodia en el Ecuador facilitará la integración de los servicios financieros, estimulará la competencia y aumentará la competitividad tanto de las entidades bancarias como de las entidades gestoras de carteras.

5.2 Recomendaciones

1. Efectuar los correctivos necesarios para que el Decevale S.A. se convierta en un custodio eficiente, seguro e imparcial para la guarda de valores confiados en depósito, incorporando procesos modernos, esto es ser el responsable de la custodia de los títulos por negociaciones bursátiles con el respectivo traspaso de derechos de propiedad sobre los títulos y la afectación de fondos en línea y tiempo real, para lo cual debe brindar los siguientes servicios:

- Custodia y anotación en cuenta de los valores entregados por los depositantes, ya sea que correspondan a portafolios de inversión o de garantía, sean propios o de terceros.
- Efectuar el registro de las transferencias, y la compensación y liquidación de valores por las operaciones que se negocien en las Bolsas de Valores.
- Prestación de servicios a través de sistemas de alta tecnología, con posibilidad de acceso remoto.
- Pago de derechos de valores por cuenta de los emisores.
- Canje de títulos con el emisor de los portafolios de inversión.
- Ejercicio de derechos económicos por los valores depositados.
- Emisión de certificados de tenencia de valores.
- Emisión de Estados de Cuentas: saldos y movimientos, por depositante, por titular.
- Asignación de códigos internacionales para la identificación de valores.
- Llevar el Libro de Acciones y Accionistas de sociedades que inscriban sus acciones en bolsa.
- Compensación y Liquidación de efectivo por las operaciones que se negocien en bolsa de valores.
- Transferencias de valores del mercado extrabursátil.
- Operaciones Transfronterizas.
- Gestionar y controlar el canje de títulos de los portafolios en garantía cuando ha llegado su vencimiento.

Obteniendo de esta manera:

- Disminuir los costos operativos de custodia y transporte de valores.

- Eliminar los riesgos por el traslado de los certificados.
- Aumentar la capacidad actual de generación de negocios.
- Facilitar a los emisores el pago de los derechos patrimoniales de los valores.
- Mejorar la información y transparencia de las transacciones bursátiles.
- Efectuar operaciones de transferencias con rapidez.
- Ejercer los derechos patrimoniales inherentes a los valores en forma simple y a bajos costos.
- Llevar el control y la actualización del Libro de Acciones y Accionistas.
- Economías de escala en la operatividad del Mercado Bursátil.
- Constituir valores en garantía
- Interconectar los sistemas de pagos del Banco Central con los de las Bolsas de Valores, ayudando a cumplir con una liquidación en tiempo real o intradiaria.
- Realizar un análisis costo – beneficio para la implementación de Préstamo de Valores para el mercado de valores actual, el funcionamiento de una Entidad de Contrapartida Central que se encargue de la indemnización de incumplimientos
- Revisar la vigilancia (oversight) de las entidades de control especialmente del BCE sobre los sistemas de pagos de valores.

2. A futuro debe considerarse la evolución de pasar del título materializado a la desmaterialización y anotación en cuenta, ya que las ventajas del

papel acaban desembocando en los inconvenientes del papeleo, con la posible falsificación.

3. El Banco Central del Ecuador debe ingresar al proceso de desmaterialización de los valores ya que permite mayor fluidez y oportunidad en la ejecución de las operaciones. Las tendencias obligan a cambiar la cultura en el manejo de inversiones, y acoplarse a los constantes cambios de la globalización y modernización de los procesos.

ANEXO 1

ANEXO 1

GLOSARIO DE TERMINOS

Afirmación: Conformidad del cliente con los términos de la operación transmitida.

Agente de Bolsa – Operador de Valores: Intermediario que realiza operaciones de compra y venta de valores por cuenta de inversionistas y por cuenta propia.

Agentes de Compensación: Participantes del sistema de compensación que ofrecen el servicio de compensación a sus clientes

Bursatilización: Empaquetamiento de activos, que por el momento no pueden convertirse en dinero en efectivo, para transformarlos en títulos negociables y conseguir dinero en forma adelantada.

Ciclos o períodos de liquidación: El lapso de tiempo entre la concertación de una operación y su liquidación de acuerdo a las reglas de cada mercado.

Colateral: Activos que se utilizan para garantizar la exposición originada en diversos tipos de operaciones.

Comparación: Proceso mediante el cual las contrapartes verifican los detalles de sus operaciones antes de su liquidación, asegurando que ambos lados correspondan.

Confirmación: Proceso mediante el cual las partes notifican su aceptación en los términos de la operación.

Contraparte: Una parte de la transacción.

Contraparte central: Entidad que actúa como contraparte y garante para todas las operaciones en un mercado.

Custodio: Entidad que tiene la guarda y administración de títulos valores y que puede prestar otros servicios distintos, inclusive compensación y liquidación, gestión de efectivo, divisas y préstamo de valores.

Desmaterializar: Llevar registros electrónicos de titularidad sin necesidad de producir certificados físicos (cartulares) u otra documentación similar.

En-línea: Directamente enlazado a un sistema de cómputo

Fondo de Compensación: O fondo de garantía, es un depósito de efectivo, creado para manejar riesgos de liquidez y de crédito. Se conforma por aportes de los participantes.

Fungibilidad: Método de tenencia de valores, característica de los valores físicos o desmaterializados que se agrupan en fungibles separados. **Incumplimiento:** Cuando una operación en títulos valores que no se liquida de la manera pactada.

Inmovilizar: Ubicar certificados físicos en forma permanente en la bóveda central, cuyo contenido se refleja en registros electrónicos.

Irrevocable: Que no puede ser sin el consentimiento expreso del que dio la instrucción.

Liquidación: Completar una operación, donde el vendedor entrega valores y el comprador transfiere efectivo, y éstos son acreditados a las cuentas apropiadas.

Liquidación Bruta en tiempo real: Liquidación continua (en tiempo real) de transferencias de fondos o de valores de forma individual, sin neteo (de una en una).

Macro-título: Un certificado físico representando un gran porcentaje de una emisión de valores.

Neteo: Compensación pactada de posiciones mutuas por dos (bilateral) o más (multilateral) participantes de un sistema de compensación. Todas las operaciones de un mismo valor se agrupan y las ventas se contrarrestan con las compras para obtener una posición larga o corta a liquidar.

Neteo Bilateral: Sistema en el cual todas las transacciones realizadas en un mismo día, en un mismo valor, entre dos mismas contrapartes, se agrupan y se netean para obtener una entrega contra pago final.

Neteo multilateral: Sistema de neteo mediante el cual todas las operaciones de un mismo valor, de un mismo día, se agrupan para obtener un saldo neto a liquidar por participante.

Novación: Satisfacción y cumplimiento de las obligaciones contractuales existentes por sustitución de nuevas obligaciones.

Operación –por - operación Es cuando cada operación se liquida tal como fue realizada entre las contrapartes (no neteo).

Pignoración: Entrega de activos para asegurar el cumplimiento de una obligación asumida por una parte (pignorante) a otra; don esto, se crea una reserva de dominio sobre la propiedad entregada.

Posición Corta: Una posición en una cuenta dónde hay menos valores o efectivo que los requeridos para liquidar una obligación, o una entrega pendiente de valores o efectivo de la cuenta.

Registro en libros: Sistema contable que permite la transferencia electrónica de títulos valores sin movimiento de certificados u otra documentación.

(t): Abreviatura de uso común en inglés (Trade) que significa "Fecha de Concertación", es decir la fecha en que se realiza una operación.

Título Global: Un certificado físico único representando la totalidad de una emisión de valores.

Transferencia: Acto por el cual se transmite o constituye un derecho sobre un título valor o cantidad dinero.

Valor mismo día: Saldos de efectivo que el receptor tiene derecho a transferir o retirar de una cuenta el día del recibo.

Fecha Valor: Fecha con la que rige una transacción para efectos de liquidación

GLOSARIO DE TITULOS:

Acciones: Son emitidas por Sociedades anónimas controladas por la Superintendencia de Compañías o por la SBS. Están respaldadas con el pago del capital social. Las acciones solamente pueden ser nominativas y pueden ser de dos tipo: ordinarias o preferidas, según lo establezca el estatuto de la compañía.

Acciones ordinarias: otorgan a su titular o poseedor los derechos fundamentales que corresponden a todo accionista de acuerdo a la ley. Proporcionan derecho preferente en la suscripción de nuevas acciones en caso de aumento de capital suscrito y pueden ser incorporadas en un certificado de preferencia que sea libremente negociado.

Acciones preferentes: conceden derechos especiales en cuanto a pago de dividendos y en la liquidación de las compañías, mas no otorgan derecho a voto.

Bonos de Deuda pública: Son títulos de crédito contra el Estado Ecuatoriano o cualquier entidad pública, que son amortizables y emitidos a una plazo determinado, devengan un interés fijo o reajutable en USD para el pago de intereses emplean un sistema de cupones.

Bonos del Estado: Son emitidos por el Gobierno a través del Ministerio de Economía y Finanzas para financiar proyectos específicos de programas de gobierno o para cubrir algún déficit fiscal. Su plazo oscila entre 5 y 10 años.

Bonos del Banco Central (TBCs): Son bonos cupón cero, denominados en USD. Mediante la colocación de TBCs vende estos valores a instituciones financieras autorizadas con el propósito de recoger y luego recircular la liquidez en el sistema financiero.

Obligaciones de la CFN: Son emitidos por la Corporación Financiera Nacional (CFN) con la finalidad de captar recursos para financiar el capital de trabajo del sector industrial. Tienen garantía prendaria o hipotecaria y su plazo es de entre 2 y 5 años.

Certificados de Depósito: Son títulos emitidos a un plazo no menor a 30 días, libremente convenido entre las partes. Pueden instrumentarse en un título valor nominativo, a la orden o al portador. Pueden ser pagados antes del vencimiento del plazo, previo acuerdo entre el acreedor y el deudor.

Letras de cambio: Son títulos de crédito, generalmente de clientes corporativos, que ha sido entregados a los bancos privados. Son de corto plazo (hasta 90 días). El

banco privado garantiza su pago en caso de no hacerlo el deudor. Estos instrumentos se negocian a descuento sobre el valor nominal.

Pagarés: Son documentos mediante los cuales una persona se obliga pagar una cantidad determinada, con una tasa de interés fija y en una plazo determinado, a favor o a la orden de otra persona. También pueden negociarse a descuento. Los bancos también pueden vender pagarés de su propia emisión a través de las bolsas de valores.

Aceptaciones Bancarias: Son letras de cambio o pagarés girados por los clientes de los bancos o sociedades financieras y aceptados por éstos.

Cédulas Hipotecarias: Son valores emitidos por los bancos privados que tienen como garantía de pago los flujos de los créditos hipotecarios concedidos por la entidad que las emite. Son de largo plazo y pagan una tasa de interés fija.

Obligaciones: Pueden ser emitidos por compañías anónimas, limitadas o instituciones financieras como los bancos. Se amortizan a un plazo determinado y pagan una tasa fija (semestral o anualmente). Pueden ser emitidos a la par, con prima o con descuento. Al vencimiento de las obligaciones, los emisores tienen dos opciones: reconocer un rendimiento o convertirlos en acciones.

Cuotas de Fondos Colectivos: Son títulos de renta variable emitidos por un fondo colectivo cuyas cuotas representan la participación de dicho fondo y son negociables libremente.

ANEXO 2

CASAS DE VALORES DEL PAIS

1. STRATEGA Casa de Valores
2. Casa de Valores BANRIO S.A.
3. Casa de Valores ADVFIN S.A.
4. Casa de Valores del Pacifico (VALPACIFICO S.A.)
5. R & H Asociados Casa de Valores "R&HVAL S.A."
6. Casa de Valores LADUPONT S.A
7. REAL Casa de Valores de Guayaquil S.A. (CASA REAL)
8. Casa de Valores PRODUVALORES S.A.
9. STANFORD GROUP Casa de Valores S.A.
10. Casa de Valores MULTIVALORES BG. S.A.
11. Pichincha Casa de Valores PICAVAL S.A.
12. Casa de Valores COFIVALORES S.A.
13. CITADEL Casa de Valores S.A.
14. Corporación Organizada de Valores S.A. COVSA Casa de Valores
15. Casa de Valores Manta S.A. VALORMANTA
16. Casa de Valores TRANSAMERICANA S.A. (VALORTRANSA)
17. Casa de Valores ALBION
18. ENLACE S.A Valores Casa de Valores

ANEXO 3

ANEXO No. 3

RECOMENDACIONES PARA LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES (CSPL - OICV)

Recomendación 1 - Marco legal

Los sistemas de liquidación de valores deben tener una base legal bien establecida, clara y transparente, en las jurisdicciones pertinentes.

Recomendación 2 - Confirmación de la negociación

La confirmación de las negociaciones entre los participantes directos del mercado debe tener lugar tan pronto como sea posible a partir del momento en que se ha llevado a cabo la negociación, pero no más tarde de la fecha de la negociación (T+0). Cuando se requiera la confirmación de las operaciones por parte de los participantes indirectos del mercado (tales como inversionistas institucionales), ésta debería producirse lo antes posible después de que la negociación se haya llevado a cabo, preferiblemente en T+0 pero no más tarde de T+1.

Recomendación 3 - Ciclos de liquidación

La liquidación en plazo fijo posterior a la negociación (rolling settlement) debe ser adoptada por todos los mercados de valores. La firmeza en la liquidación debe producirse no después de T+3. Deben evaluarse los beneficios y costes de un ciclo de liquidación inferior a T+3.

Recomendación 4 - Entidades de contrapartida central (ECCs)

Deben evaluarse los beneficios y costes de una ECC. Cuando se opte por introducir este mecanismo, la ECC debe controlar de forma rigurosa los riesgos que asume.

Recomendación 5 - Préstamo de valores

El préstamo y toma en préstamo de valores (o repos y otras operaciones equivalentes en términos económicos) deben fomentarse como métodos para facilitar la liquidación de las operaciones con valores. Para ello, deben eliminarse las barreras que impiden la práctica del préstamo de valores.

Recomendación 6 - Centrales depositarias de valores (CDVs)

Los valores deben estar inmovilizados o desmaterializados y deben ser transferidos por medio de anotaciones en cuenta en CDVs en la medida de lo posible.

Recomendación 7 - Entrega contra pago (ECP)

Las CDVs deben eliminar el riesgo de principal vinculando las transferencias de valores a las transferencias de fondos de tal manera que se logre la entrega contra pago.

Recomendación 8 - Momento de la firmeza en la liquidación

La firmeza en la liquidación no debe tener lugar más tarde del final del día de la liquidación. Para reducir los riesgos debe lograrse que la liquidación sea firme de manera intra diaria o en tiempo real.

Recomendación 9 - Controles de riesgo de la CDV para tratar los incumplimientos de los participantes en la liquidación

Las CDVs que otorgan crédito intra día a los participantes, incluidas las CDVs que operan sistemas de liquidación neta, deben establecer controles de riesgo que, como mínimo, aseguren la oportuna liquidación en caso de que el participante con la mayor obligación de pago sea incapaz de liquidar. El conjunto de controles más fiable consiste en una combinación de requisitos de garantías y límites.

Recomendación 10 - Activos para la liquidación del efectivo

Los activos que se utilizan para liquidar las obligaciones finales de pago que surgen de las operaciones con valores deben tener poco o ningún riesgo de crédito o de liquidez. Si no se utiliza el dinero del banco central, deben tomarse las medidas necesarias para proteger a los miembros de la CDV de posibles pérdidas y presiones de liquidez que puedan surgir de la quiebra del agente liquidador del efectivo cuyos activos se utilizan.

Recomendación 11 - Fiabilidad operativa

Las fuentes de riesgo operativo que surgen en el proceso de compensación y liquidación deben ser identificadas y minimizadas mediante el desarrollo de los sistemas, controles y procedimientos apropiados. Los sistemas deben ser fiables y seguros, y deben tener la capacidad adecuada para procesar un mayor volumen de operaciones. Deben establecerse planes de contingencia y sistemas de respaldo que permitan la oportuna recuperación de las operaciones y la finalización del proceso de liquidación.

Recomendación 12 - Protección de los valores de los clientes

Las entidades que mantienen valores en custodia deben utilizar prácticas contables y procedimientos de custodia que protejan plenamente los valores de los clientes. Es esencial que los valores de los clientes estén protegidos ante reclamaciones de los acreedores del custodio.

Recomendación 13 - Gobierno corporativo

Los acuerdos para el gobierno corporativo de las CDVs y las ECCs deben estar diseñados para cumplir los requisitos de interés público y para impulsar los objetivos de los propietarios y de los usuarios.

Recomendación 14 - Acceso

Las CDVs y las ECCs deben tener criterios de participación objetivos y a disposición del público, que permitan un acceso justo y abierto.

Recomendación 15 - Eficiencia

Al tiempo que realizan operaciones seguras y protegidas, los sistemas de liquidación de valores deben ser efectivos en términos de costes al cumplir con los requisitos de sus usuarios.

Recomendación 16 - Procedimientos y estándares de comunicación

Los sistemas de liquidación de valores deben utilizar o adoptar los procedimientos y estándares internacionales de comunicación adecuados para facilitar la liquidación eficiente de las operaciones transfronterizas.

Recomendación 17 - Transparencia

Las CDVs y las ECCs deben proporcionar a los participantes del mercado información suficiente para que éstos puedan identificar y evaluar de forma precisa los riesgos y costes relacionados con la utilización de los servicios de la CDV o la ECC.

Recomendación 18 - Regulación y vigilancia

Los sistemas de liquidación de valores deben estar sujetos a una regulación y vigilancia transparentes y efectivas. Los bancos centrales y los reguladores de valores deben cooperar mutuamente, así como con otras autoridades pertinentes.

Recomendación 19 - Riesgos en los enlaces transfronterizos

Las CDVs que establezcan enlaces para liquidar operaciones transfronterizas deben diseñar y operar dichos enlaces de manera que los riesgos asociados a las liquidaciones transfronterizas se reduzcan de forma efectiva.

TABLA No 1
MONTO EFECTIVO NEGOCIADO
MILES DE USD

Año	Nacional				BVG				BVQ			
	Monto	% Crecimiento	PIB	% del PIB	Monto	% Crecimiento	% del PIB	% Crecimiento	Monto	% Crecimiento	% del PIB	% Crecimiento
1994	678		15.000,00	4,8%	492		3,3%		187		1,2%	
1995	2.017	197,2%	18.006,00	11,2%	1.026	108,7%	5,7%	73,88%	990	430,3%	5,5%	341,77%
1996	4.485	122,4%	19.157,00	23,4%	1.953	90,3%	10,2%	78,89%	2.532	155,7%	13,2%	140,30%
1997	4.919	9,7%	19.760,00	24,9%	2.262	15,8%	11,4%	12,26%	2.657	5,0%	13,4%	1,76%
1998	4.319	-12,2%	23.255,00	18,6%	2.044	-9,6%	8,8%	-23,23%	2.275	-14,4%	9,8%	-27,24%
1999	7.740	79,2%	16.674,00	46,4%	2.481	21,4%	14,9%	69,33%	5.259	131,1%	31,5%	222,32%
2000	2.771	-64,2%	15.934,00	17,4%	1.833	-26,1%	11,5%	-22,72%	939	-82,1%	5,9%	-81,32%
2001	1.807	-34,8%	21.024,00	8,6%	863	-52,9%	4,1%	-64,33%	944	0,6%	4,5%	-23,77%
2002	1.683	-6,9%	24.512,00	6,9%	832	-3,6%	3,4%	-17,30%	851	-9,9%	3,5%	-22,68%

TABLA No 2
MONTO EFECTIVO NEGOCIADO POR TIPO DE PAPEL
MILLONES DE USD

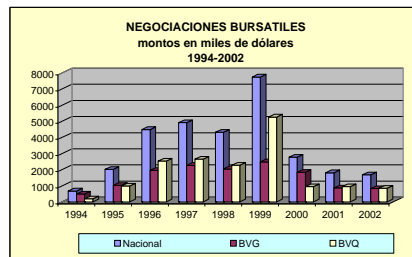
Año	Renta Variable			Renta Fija			Total
	Monto	% del Total	% Crecimiento	Monto	% del Total	% Crecimiento	
1994	482,96	71,2%		195,52	28,8%		678,48
1995	380,73	18,9%	-21,2%	1.635,92	81,1%	736,7%	2.016,65
1996	140,78	3,1%	-63,0%	4.344,37	96,9%	165,6%	4.485,15
1997	202,94	4,1%	44,2%	4.716,32	95,9%	8,6%	4.919,27
1998	141,48	3,3%	-30,3%	4.177,75	96,7%	-11,4%	4.319,23
1999	106,75	1,4%	-24,6%	7.633,31	98,6%	82,7%	7.740,06
2000	19,14	0,7%	-82,1%	2.752,28	99,3%	-63,9%	2.771,42
2001	9,79	0,5%	-48,9%	1.797,08	99,5%	-34,7%	1.806,87
2002	19,29	1,1%	97,1%	1.663,59	98,9%	-7,4%	1.682,88

TABLA No 3
MONTO EFECTIVO NEGOCIADO POR TIPO DE PAPEL DE LA BVG
MILLONES DE USD

Año	Renta Variable			Renta Fija			Total
	Monto	% del Total	% Crecimiento	Monto	% del Total	% Crecimiento	
1994	351	71,4%		141	28,6%		492
1995	236	23,0%	-32,6%	790	77,0%	461,0%	1.026
1996	60	3,1%	-74,7%	1.894	96,9%	139,7%	1.953
1997	134	5,9%	124,4%	2.128	94,1%	12,4%	2.262
1998	78	3,8%	-41,9%	1.966	96,2%	-7,6%	2.044
1999	97	3,9%	24,3%	2.384	96,1%	21,3%	2.481
2000	1	0,0%	-99,1%	1.832	100,0%	-23,2%	1.833
2001	5	0,6%	485,1%	858	99,4%	-53,2%	863
2002	7	0,8%	32,1%	825	99,2%	-3,8%	832

TABLA No 4
MONTO EFECTIVO NEGOCIADO EN BVG
POR SECTOR
MILES DE USD

Año	Sector Público			Sector Privado			Total
	Monto	% del Total	% Crecimiento	Monto	% del Total	% Crecimiento	
1994	15	3,0%		477	97,0%		492
1995	13	1,3%	-10,6%	1.013	98,7%	112,4%	1.026
1996	938	48,0%	7014,9%	1.016	52,0%	0,3%	1.953
1997	792	35,0%	-15,5%	1.470	65,0%	44,7%	2.262
1998	561	27,4%	-29,2%	1.483	72,6%	0,9%	2.044
1999	1.603	64,6%	185,8%	878	35,4%	-40,8%	2.481
2000	158	8,7%	-90,1%	1.673	91,3%	90,6%	1.833
2001	222	25,7%	39,4%	641	74,3%	-61,7%	863
2002	458	55,1%	106,4%	373	44,9%	-41,7%	832



ACCIONISTAS DEL DECEVALE S.A
AÑO 2002
CAPITAL PAGADO USD 240.000
ACIONISTAS: 37

ACCIONISTAS	Capital Aportado USD	%
Bolsa de Valores de Guayaquil	99.636,00	41,50
Bolsa de Valores de Quito	48.202,00	20,10
Corporación Financiera Nacional	12.000,00	5,00
Banco de Guayaquil	10.310,00	4,30
Banco la Previsora	10.000,00	4,20
Banco del Pichincha	10.000,00	4,20
Administradora de Fondos del Pacífico	9.709,00	4,00
Invidepro	6.000,00	2,50
Otros (29 accionistas más)	34.143,00	14,20
TOTALES:	€ 240.000,00	

Fuente: BV

Elaboración: La Autora

TABLA No. 1
TITULOS MAS NEGOCIADOS
1994 - 2002

PAPELES	%
Títulos del Banco Central (TBC)	40,50
Certificados de Depósito	12,6
Pagarés	10,3
Letras de Cambio	7,0
Obligaciones	4,4
Pólizas de Acumulación	3,8
Certificados de Tesorería (CETs)	2,4

Fuente: BV

Elaboración: La Autora

TABLA No.2
INVOMILIZACION Y DESMATERIALIZACION
PAISES LATINOAMERICANOS
AÑO 2002

PAISES LATINOAMERICANOS	INMOVILIZACION	DESMATERIALIZACION
Ecuador (Decevale)	NO	NO
México (Indeval)	SI	SI
Venezuela (BVV)	SI	SI
Colombia (DCV)	SI	SI
Argentina (CVSA)	SI	SI
Chile (DCV)	SI	SI
Brasil (CBLC)	SI	SI
España (SCLV)	SI	SI
Perú (Cavali)	SI	SI

Papeles	%
Títulos del Banco Central (TBC)	40,5
Certificados de Depósito	12,6
Pagarés	10,3
Letras de Cambio	7
Obligaciones	4,4
Pólizas de Acumulación	3,8
Certificados de Tesorería (CETs)	2,4

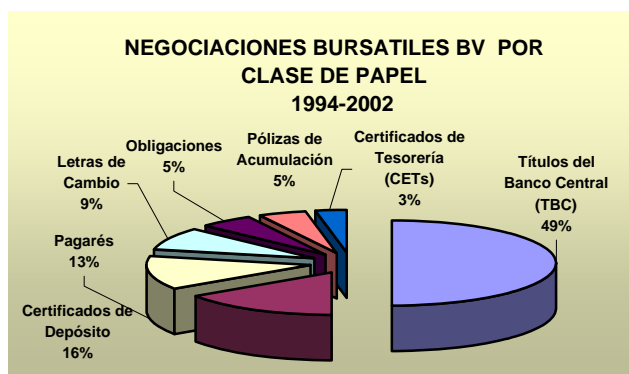


TABLA No. 4
NUMERO DE TRANSACCIONES Y CICLO DE LIQUIDACION
BOLSA DE VALORES DE QUITO Y GUAYAQUIL
1994-2002

AÑO	No. TRANSACCIONES	% < T+3	% < T+4
1994	6.677	70,0	30
1995	15.559	77,7	22,3
1996	11.636	80,3	19,7
1997	14.057	87,5	12,5
1998	14.015	89,2	10,8
1999	14.970	96,3	3,7
2000	10.494	99,6	0,4
2001	3.688	96,2	3,8
2002	4.704	92,4	7,6
TOTALES	95.800	87,7	12,3

Fuente: BV

Elaboración: La Autora

TABLA No. 6
MONTOS DE TITULOS VALORES DEPOSITADOS EN EL BCE
2000-2002

AÑOS	SECTOR PRIVADO	%	SECTOR PUBLICO	%	EMISIONES MDF	%	TOTAL	% MONTO NEGOC.BV
2000	194,01	51,6	83,80	22,3	98,45	26,2	376,26	13,6
2001	124,33	18,6	176,85	26,5	366,91	54,9	668,10	37,0
2002	218,52	19,6	587,13	52,6	310,24	27,8	1.115,89	66,3

Fuente: BCE

Elaboración: La Autora

BOLSA DE VALORES MONTOS POR CIUDAD

AÑOS	MONTO BV	MONTO BVG	MONTO BVQ
2000	2.771,00	1833	938
2001	1.807,00	863	945
2002	1.683,00	832	851

Fuente: BCE

Elaboración: La Autora

AÑOS	MONTO BCE	% MONTO BVG	% MONTO BVQ	% MONTO BVQ NAC.
2000	376,26	20,5%	40,1%	13,6%
2001	668,09	77,4%	70,7%	37,0%
2002	1.115,90	134,1%	13110,0%	66,3%

Fuente: BCE

Elaboración: La Autora

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR MONTOS POR CIUDAD

AÑOS	MONTO BCE	MONTO GUIL	MONTO QUITO
2000	376,26	77,13	299,13
2001	668,09	517,10	150,99
2002	1.115,90	669,54	446,36

Fuente: BCE

Elaboración: La Autora

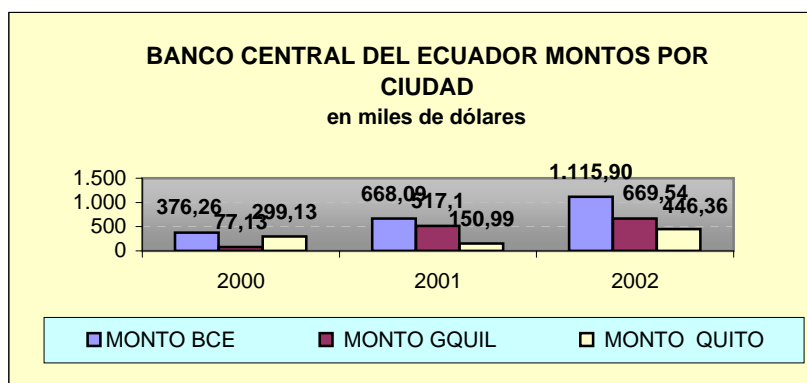
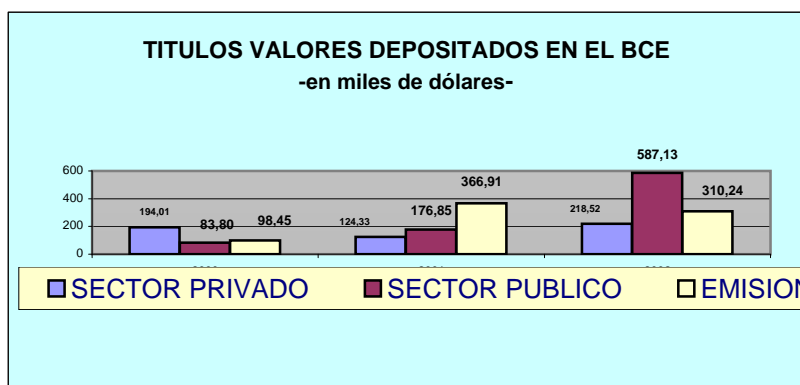


TABLA No.7
TITULOS DEPOSITADOS EN LA CUSTODIA DEL BCE
EMISIONES DEL GOBIERNO CENTRAL Y SISTEMA FINANCIERO
2000 - 2002

AÑOS	TITULOS DEL GOBIERNO				TITULOS SECTOR PRIVADO				TOTAL
	SECT. PRIV.	%	SECT. PUB.	%	SECT. PRIV.	%	SECT. PUB.	%	
2000	155,21	41,2	136,58	36,4	43,64	11,6	40,65	10,8	376,26
2001	87,03	13,0	462,2	69	37,3	5,6	82,56	12,4	668,09
2002	166,08	14,9	780,71	70	52,44	4,7	116,66	10,4	1115,9

Fuente: Banco Central del Ecuador
 Elaboración: La Autora

BIBLIOGRAFIA

Bibliografía Citada

1. Bercoffi José, “Indicadores Tempranos del debilitamiento del Sector Financiero Argentino”, Instituto de Investigaciones Económicas, Universidad Nacional de Tucumán, 1999
2. Bhala Raj, “Sistema Bancario Electronico Internacional: perspectivas sobre riesgo sistémico y soberanía”, CEMLA,1996.
3. Bolsa de Valores de Guayaquil, “Guía Didáctica del Mercado de Valores”, Área de Divulgación, Guayaquil, Agosto 2002.
4. COSRA, “Mecanismos de entrega contra pago y de garantía de liquidación en los sistemas de liquidación de valores en las Américas”, Informe del Grupo de trabajo sobre Compensación y liquidación, 2002.
5. CPSL, “Delivery versus Payment in securities settlement systems”, BPI, 1992.
6. CSPL – OICV, “Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores”,2001.
7. Guadamillas Muñoz Mario, “Sistema Financiero: Novedades y Tendencias, Sistemas de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores”, ICE, México, 2002.
8. Jallath Eduardo y Negrín José Luis, “Evolución y estructura de los medios de pago distintos al Efectivo en México”, Dirección General de Investigación Económica del Banco de México, 2001.

9. Ley de mercado de Valores, Ley No. 107, RO/ 367 de 23 de Julio de 1998.
10. Mendoza Amílcar, “Desmaterialización de valores mobiliarios: Algunas reflexiones a propósito de la Ley de Títulos Valores Peruanos”, Revista de Derecho Informático, 2003.
11. Montalvo María, “ Lea antes de jugar en la Bolsa: introducción al mundo del mercado de capitales”, Imprima, tomo I, 1998.
12. Pazmiño Sandra, “El Rol del Mercado de Valores en el Ahorro”, Apuntes de Economía No. 10, Dirección General de Estudios, BCE, 2000.
13. Ramírez Fresia, “La crisis del papel: la desmaterialización de los títulos valores y la aparición de las anotaciones en cuenta”, Revista Acta Académica, Universidad Autónoma de Centro América, Número 25, 1999.
14. Reglamentos, Instructivos y Procedimientos de la Bolsa de Valores de Guayaquil.
15. Sheppard David, “ Payment Systems”, Center of Studies of the Bank of England, London, 1996.
16. Superintendencia de Compañías, “Breve reseña histórica de la ley de mercado de valores”, www.supercias.fin.ec, 17 de Marzo 1997.

Bibliografía Consultada

1. Banco de Pagos Internacionales - BPI, www.bis.org
2. Cabello Alejandra “*Globalización y Liberalización Financieras y la BMV: Del auge a la Crisis*”, Plaza y Valdez Editores, México, 1999.
3. Camacho Arnoldo R, “Mercados Financieros en la encrucijada: La Reforma y Supervisión de la Banca en America Latina, programa de estudios y entrenamiento económico”, INCAE, 1996.
4. Cobo Montalvo, Ana María, “Cocentracion bancaria y economías de escala en la banca privada ecuatoriana en la década de los noventa”, Tesis para obtener el título de Economista, Pontificia Universidad Católica del Ecuador, 2002.
5. Corporación Financiera Nacional, www.cfn.fin.ec
6. Domínguez Sors, “El nuevo sistema de liquidación y depósito - Comentarios al informe de la comisión”, Bolsa de Barcelona, 1979.
7. Federación Internacional de Bolsas de Valores – FIBV, www.fivb.com
8. Ministerio de Finanzas, www.minfinanzas.ec-gov.net
9. Naranjo Chiriboga Marco, Hacia la dolarización oficial en el Ecuador: aplicación en un contexto de crisis, 2d. Edición, Publicaciones Económicas , Dirección General de Estudios, Banco Central del Ecuador, octubre, 2001.
10. Organización Internacional de Comisiones de Valores, www.iosco.org
11. Reza Becerril Fernando, “Ciencia, Metodología e investigación”, Longman de México editores S.A., primera edición 1997.

12. Ricaurte M. Cristina, "Crisis financieras: el caso ecuatoriano 1990 – 1996), Opúsculos de Economía, Facultad de Economía, PUCE, Ediciones Abya – Yala, Quito -Ecuador, 1998.
13. Salomón Alain, "Desmaterialización de los valores mobiliarios franceses" , Instituto Argentino del Mercado de Capitales, 1987.