



Universidad del Azuay
Facultad de Ciencias Jurídicas
Escuela de Derecho

**“El Registro Especial Bursátil (REB) como alternativa de las Pymes, para
incursionar en el mercado de valores”**

**Trabajo de graduación previo a la obtención del título de: Abogado de los
Tribunales de Justicia del Ecuador**

Autor: David Esteban Solano Rodríguez

Director: Dr. Santiago Manuel Jaramillo Malo

Cuenca – Ecuador

2016- 2017

DEDICATORIA

A mis padres por educarme y enseñarme, que todo se consigue con esfuerzo y trabajo, ser mi ejemplo a seguir y mi fuente de orgullo.

INDICE DE CONTENIDOS

Contenido

DEDICATORIA	ii
INDICE DE CONTENIDOS	iii
INDICE DE ESQUEMAS	vi
RESUMEN.....	vii
ABSTRACT	¡Error! Marcador no definido.
INTRODUCCION	7
CAPITULO 1.- SISTEMA FINANCIERO	9
1.1 El Sistema Financiero. –.....	9
1.2 Las Funciones del Sistema Financiero. –	11
1.3 Intermediarios Financieros	12
1.4 Sistema Financiero Ecuatoriano	13
1.4.1 Entidades de Regulación y Control.....	17
1.4.1.1 Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera	17
1.4.1.2 Banco Central del Ecuador.....	21
1.4.1.2 Superintendencia de Bancos	22
1.4.1.3 Superintendencia de economía popular y solidaria	23
1.4.1.5 Superintendencia De Compañías, Valores y Seguros	24
CAPITULO 2.- EL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR.	27
2.0 Antecedentes Históricos del Mercado de Valores.....	27
2.1.- El mercado de valores	30
2.1.1.- Principios Rectores que rigen el mercado de valores	31
2.1.2.- Clasificación del mercado de valores	33
2.2 Agentes del mercado de Valores	35
2.2.1 Depósitos centralizados de valores	36

2.2.1.1	Desmaterialización.....	37
2.2.1.2	Compensación y Liquidación.....	39
2.2.1.3	Contrato de Deposito de Valores.	39
2.2.2	Bolsas de Valores.....	40
2.2.2.1	Definición.....	40
2.2.2.1	Antecedentes	41
2.2.2.2	Antecedentes de la Bolsa de Valores en el Ecuador	42
2.2.2.3	Principales Funciones de las Bolsas de valores	46
2.2.2.4	Obligaciones de las Bolsas de Valores.....	47
2.2.3	Casa de Valores.....	48
2.2.3.1	Definición.....	48
2.2.3.2	Facultades de las casas de valores.....	49
2.2.3.3	Obligaciones de las casas de valores.....	51
2.2.3.4	Prohibiciones de las casas de valores.....	52
2.2.3.4	Operadores de Valores	53
2.2.4	Calificadoras de Riesgo.....	54
2.2.4.1	Facultades y Prohibiciones de las Calificadoras de Riesgo	55
2.2.4.2	La Calificación de Riesgo.....	56
2.2.5.-	Catastro Publico del Mercado de Valores.	58
2.2.5.1	Inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores	60
2.2.5	Situación actual del mercado de valores ecuatoriano.	62
	64
CAPITULO 3.- LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS (PYMES) Y EL REGISTRO ESPECIAL BURSATIL (REB) EN EL ECUADOR		66
3.1	La Pequeña y Mediana Empresa (PYME).....	66
3.1.1	Concepto	66
3.1.2	Importancia de la Pequeña y mediana empresa (Pyme).....	72

3.1.3	Dificultades que enfrentan las Pymes	74
3.2	- El Financiamiento de las Pymes en el mercado bursátil	77
	Argentina:.....	79
	Chile:.....	79
	España:	81
	Perú:	82
	Ecuador:	82
3.2	Ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil y creación del Registro especial bursátil (REB).....	85
3.2.1	Principales cambios con la vigencia de la Ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil	86
3.2.2	El Registro especial bursátil (REB).....	88
3.2.2.1	Normas que rigen el funcionamiento del Registro Especial Bursátil (REB)	89
3.3	Los mercados alternativos o segundos mercados.....	95
3.3.1	AIM Alternative Investment Market	96
3.3.2	El sistema francés “Alternext”	98
4.0	Conclusiones	100
	Bibliografía	104

INDICE DE ESQUEMAS

Esquema 1: Sistema Financiero	10
Esquema 2 : Entidades de Control del Sistema Financiero Ecuatoriano	17
Esquema 3: Miembros de la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera ..	21
Esquema 4 : Autorizaciones de oferta pública.....	64
Esquema 5 : Pymes de acuerdo al tamaño de economía.....	68
Esquema 6: Clasificación de las MIPYMES	68
Esquema 7: Niveles de las Cooperativas de la economía popular y solidaria.	71
Esquema 8 Número de Empresas según su tamaño, año 2015	73

RESUMEN

El presente trabajo busca conocer, analizar y desarrollar, si el Registro Especial Bursátil creado mediante la ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector Societario y bursátil, ha otorgado ventajas para la incursión al mercado de valores, de las pequeñas y medianas empresas, además se realizara una comparación del Registro Especial Bursátil, con legislaciones internacionales donde se han optado por crear Mercados Alternativos exclusivos para la incursión de la pequeña y mediana empresa.

ABSTRACT

The aim of this research work was to know, analyze and develop the subject in regard to whether the Special Securities Register created by the Organic Law for Strengthening and Optimizing Corporate and Securities Sector, has provided advantages for the incursion of small and medium enterprises into the stock market. Additionally, a comparison of the Special Securities Register with international legislations was carried out where exclusive Alternative Markets for the incursion of the small and medium enterprises have been created.




Translated by,
Lic. Lourdes Crespo

INTRODUCCION

La importancia de la pequeña y mediana empresa (Pymes) en la economía de los estados, es trascendental sin importar el país en el que nos encontremos, esta importancia se ve magnificada en el Ecuador, al ser una economía emergente, donde las Pymes concentran sus actividades principalmente en los servicios y comercio, por lo que son figuras claves para la generación de empleo, dinamizar la economía y por lo tanto generar riqueza.

En el Ecuador las alternativas para la pequeña y mediana empresa, que busca invertir o financiarse son limitadas en comparación con otros países, pues debido a varias razones como son: el entorno cerrado, familiar de las empresas y la estabilidad, facilidad del sistema bancario, ha llevado a que las empresas que buscan financiamiento opten como principal alternativa a la banca privada, dejando de lado al sector bursátil.

Sin embargo, para que las empresas sin importar su tamaño, puedan crecer y continuar con sus procesos de expansión, es necesario que obtenga liquidez a costos menores, de lo que la banca privada puede otorgar, pues las tasas de interés que puede obtener tanto el emisor, como el inversor en el mercado bursátil serán la mayoría de los casos menores a las del sistema bancario.

En virtud de esto, y en busca de desarrollar el mercado de valores y ampliar el número de inversores y emisores del mercado bursátil, se plantean reformas en la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, misma que es aprobada por la Asamblea Nacional del Ecuador el 13 de marzo del 2014 y posteriormente publicada en el registro oficial numero 249 el día martes 20 de mayo del 2014.

Este proyecto reforma y crea nuevas leyes, relativas al sector societario y bursátil, siendo las más importantes las siguientes: se regula la creación y el funcionamiento de las casas de valores, calificadoras de riesgo, bolsas de valores; otorgar funciones de control y auditoria del mercado de valores, a la superintendencia de Compañías ahora también llamada de valores y seguros; la creación de un ente regulador conocido como Junta de Regulación del Mercado de Valores, que posteriormente con el código orgánico monetario y financiero, pasaría a llamarse Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, órgano adscrito a la función ejecutiva, y será la encargada de establecer la política pública que seguirá el mercado de valores en nuestro país, para lo cual tendrá competencia para dictar normas que regulen su funcionamiento y control.

Es importante destacar, que mediante esta ley se busca fomentar, dar facilidades e incentivos para la participación de las Pymes dentro del mercado de valores, por lo que en su artículo 25, se crea el Registro Especial Bursátil (REB), un segmento permanente del mercado bursátil donde se podrán negociar únicamente los valores emitidos por la pequeña y mediana empresa (Pymes), y las organizaciones de economía popular y solidaria, esto con el fin de satisfacer las necesidades específicas que requieren las pymes para su incursión en el mercado, dotando a las mismas de una especie de mercado alternativo.

Por lo tanto, es preciso analizar si estas reformas, además de la segmentación del mercado, producto de la creación del Registro Especial Bursátil, contribuye de manera positiva a ampliar el mercado bursátil, sus ventajas, desventajas, en comparación con las legislaciones internacionales que han optado por crear mercados alternativos exclusivos para las Pymes, como es el caso de países como: Inglaterra (AIM), España (MAB) y Francia (Alternext) donde se han considerado las condiciones y necesidades específicas de las Pymes y se ha creado un segmento bursátil específicamente diseñado para la incursión de las mismas.

CAPITULO 1.- SISTEMA FINANCIERO

1.1 El Sistema Financiero. –

El sistema financiero, es considerado como uno de los sectores más importantes para la economía moderna pues “ forma el vital sistema circulatorio que canaliza los recursos de los ahorradores a los inversionistas” (Samuelson & Nordhaus, 2010)¹, este sistema funciona como un conjunto de instituciones, que organiza al mercado, al establecer servicios de intermediación de los flujos monetarios de la oferta (posee excedente de recursos) y la demanda (requiere capital). Es decir, lo que busca el sistema financiero es la transferencia o canalización del excedente de recursos de los ahorristas, hacia aquellos agentes que tiene un déficit de los mismos, esto con el fin generar crecimiento económico entregando los recursos improductivos, hacia un sector que lo necesite.

En la actualidad el sistema financiero consiste en un complejo andamiaje, que se encuentra interconectado a nivel mundial, con mercados de valores, bancos y un sin número de instrumentos financieros; cuando este complejo sistema trabaja de manera correcta, contribuye de manera directa al crecimiento de la economía de un país, empero cuando este complejo engranaje se encuentra en un mal momento, genera desconfianza en el sector financiero, disminuyendo el crecimiento económico al existir dificultades para acceder al crédito, inversión y ahorro como lo sucedido en la crisis financiera ecuatoriana de 1999.

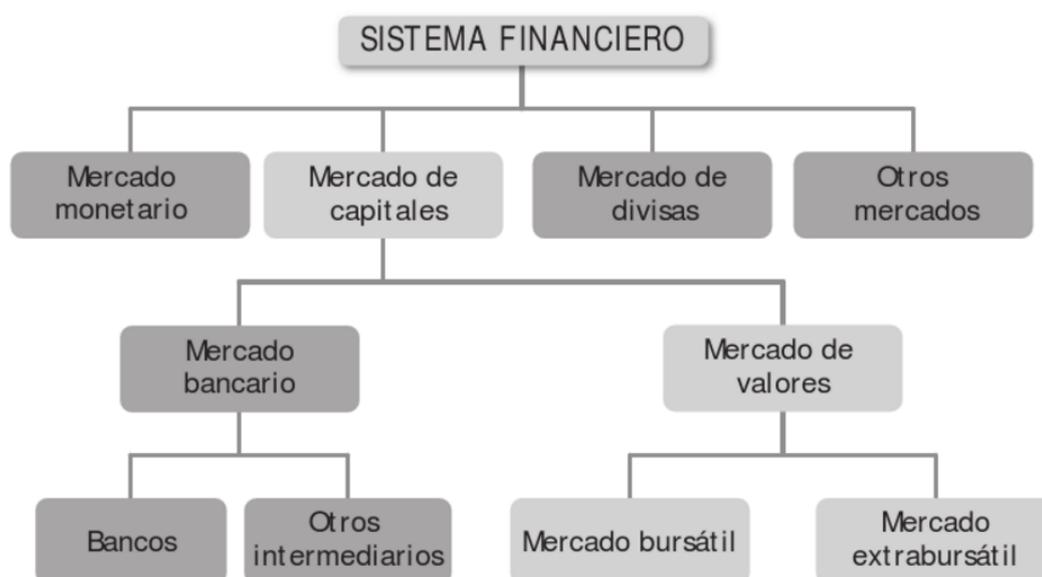
Una parte muy importante del sistema financiero lo comprenden, los distintos mercados en los que tienen lugar las actividades financieras, entre los más importantes tenemos el mercado monetario, donde se negocian los activos financieros a corto

¹ Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (2010). *Economía con Aplicaciones a latinoamerica* (19th ed.). Mexico.

plazo, buscando obtener una alta liquidez para los activos improductivos; el mercado de divisas, donde se negocian las monedas de los distintos países; y el mercado de capitales, donde se negocian los activos financieros (principalmente acciones) a mediano y largo plazo.

Dentro del mercado de capitales, existen dos vías para poder vincular a la persona que necesita los recursos, con la persona que ofrece los mismos, estos son el mercado bancario, conformado por los bancos y otros intermediarios, que captan los recursos del público para con para poder otorgar créditos; y el mercado de valores, dividido a su vez en mercado bursátil y extra bursátil, donde los agentes que buscan recursos, lo reciben del público.

Esquema 1: Sistema Financiero



Fuente: Córdoba, P. M. (2015). Mercado de valores. Bogotá, CO: Ecoe Ediciones

El mercado de capitales, es de suma importancia en el sector financiero de un país, pues se encuentra estrechamente vinculado, al principal aspecto de la actividad de la actividad económica, como es la capacidad de ahorro y la inversión que se hace de estos recursos hacia las actividades productivas. Esta transferencia del ahorro generado

por los prestamistas, hacia los prestatarios que necesitan de estos recursos, se lo realiza a través de los intermediarios financieros.

La intermediación financiera lo que busca es “transformar activos sin liquidez en activos líquidos, que los pequeños inversionistas puedan comprar “(Samuelson & Nordhaus, 2010)². Existen varios tipos de intermediarios financieros, en virtud de la actividad que realizan, entre estos tenemos: instituciones de depósito, conformado por los bancos comerciales, que reciben el dinero de los agentes ahorristas, y lo prestan a personas o empresas que necesiten del mismo, los inversionistas institucionales como es el caso de los fondos de pensiones y compañías de seguros, que prestan servicios especializados, intermediarios de inversión que buscan al inversionista pequeño para pueda generar un portafolio de inversión con la compra de acciones o bonos.

1.2 Las Funciones del Sistema Financiero. –

Al ser el sistema financiero parte esencial de una economía moderna, tiene entre sus principales funciones:

- La transferencia de recursos, función fundamental del sistema financiero, pues a través de la misma, se canaliza el excedente no productivo de los ahorradores a sectores más productivos, para lo cual es vital la labor de los intermediarios, quienes se encargan de transformar los activos para llamar la atención de los pequeños inversionistas.
- Administra el riesgo de la economía, pues se encarga de trasladar el riesgo en aquellos sectores que necesitan reducirlo hacia aquellos sectores que pueden contener el mismo, como es el caso de las compañías de seguros
- Agrupa y subdivide los fondos de inversión, la economía moderna requiere de empresas de gran escala, que ayuden al crecimiento económico de un país, empero el capital necesario para emprender en tamaña empresa, no está al alcance de los agentes económicos, además de resultar riesgoso para el inversor, por lo que es

² Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (2010). *Economía con Aplicaciones a Latinoamérica* (19th ed.). Mexico.

necesarios que estos fondos provengan de la suma de capitales de la venta de acciones, que permita a los inversionistas dividir el riesgo.

- Función de cámara de compensación, pues facilita las transacciones entre los compradores y los vendedores, permitiendo que las transferencias de fondos se realicen con celeridad.

1.3 Intermediarios Financieros

Se puede definir a los intermediarios financieros como aquellas instituciones que sirven de nexo entre los ahorradores y los inversores, facilitando la conexión entre oferentes y demandantes, otorgando un mayor grado de agilidad, seguridad y liquidez (como se cita en Córdoba, 2015, p. 7).³

En la mayoría de las ocasiones existen inconvenientes, pues a pesar de tener la capacidad de ahorro, resulta una tarea complicada el invertir este superávit, de manera eficiente, ágil y con la garantía que dicho dinero le será devuelto y represente un beneficio para el ahorrador; de la misma manera los que necesitan dichos recursos (prestatarios), se encuentran con problemas al buscar las condiciones más aptas de precio y plazo.

Es aquí donde los intermediarios financieros se encargan de poner en contacto a ambas partes los que tienen superávit y los que tienen déficit, facilitando de esta manera la transformación de los activos que no se usan, a los agentes de producción, equilibrando de esta manera los deseos de ambos agentes.

Además, resulta de suma importancia la función que tienen los intermediarios financieros agrupando, diversificando y transformando los activos financieros, facilitando el acceso a los mismos a los ahorradores, formando carteras de inversión y reduciendo el riesgo para la inversión, esto debido a que la cantidad de recursos que

³ Córdoba, M. (2015). Mercado de valores. Bogotá, CO: Ecoe Ediciones

manejan estas entidades le da acceso a prácticamente cualquier activo financiero, situación inabarcable para un ahorrador individual.

Como lo explica Córdova (2015), son varias las ventajas de los intermediarios financieros siendo las más importantes las siguientes:

- Acceso a activos financieros, a menor costo y riesgo que el mercado.
- Facilitan el acceso de los ahorradores pequeños, que de otra manera no podrían involucrarse en el mercado.
- Facilitan la financiación a prestatarios pequeños, que tienen dificultad para acceder al crédito.
- Se reducen los costos de intercambio.
- Facilitan la movilización y transformación de los fondos de financiación.

En cuanto a los tipos de intermediarios financieros se los puede subdividir de manera general en dos grupos: bancarios y no bancarios

1. Los Bancarios pueden generar recursos financieros que consiguen ser admitidos como medio de pago, además cumplen una importante función de mediación entre los distintos agentes financieros,
Se conforma por el banco central cuya principal función consiste en coordinar y ejecutar la política monetaria, crediticia, cambiaria y financiera del Estado; y las instituciones bancarias públicas y privadas que se encargan de realizar actividades financieras directamente con particulares.
2. No bancarios: los cuales poseen pasivos no monetarios y tienen una función principalmente de mediación, está conformado por compañías aseguradoras, leasing, factoring, fondos y sociedades de inversión.

1.4 Sistema Financiero Ecuatoriano

Como mencionamos anteriormente el sistema financiero, aquel andamiaje conformado por el conjunto de entidades tanto públicas como privadas que buscan la canalización del excedente de recursos de los ahorristas, hacia aquellos agentes que tiene un déficit

de los mismos; de acuerdo el código orgánico monetario y financiero la actividad financiera es un servicio de orden público, controlada y regulada por el Estado, que tiene como finalidad la circulación de dinero y la intermediación financiera, la cual puede ser prestada por las entidades que conforman el sistema financiero que detallamos a continuación, previa autorización de los órganos de control.

1El Sistema financiero nacional ecuatoriano se encuentra integrado en tres sectores:

1. Sector financiero Público: El cual se encuentra conformado por:

- Bancos Públicos: Cuya mayor parte de su presupuesto proviene del Estado, tienen por objetivo el impulso de la política monetaria y la financiación a sectores específicos; los principales bancos públicos son: BanEcuador (antes Banco Nacional del Fomento), Banco Ecuatoriano de la Vivienda, Banco del IESS, Banco del Estado etc.
- Corporaciones: Institución que tiene por objetivo intervenir en el mercado de capitales y otorgar créditos a mediano y largo plazo Siendo la única la Corporación Financiera Nacional, cuyas funciones son: actuar como banca de primer piso para el financiamiento de actividades productivas, bienes y servicios a personas naturales y jurídicas, banca de segundo piso para el financiamiento del sector financiero privado, impulsar el mercado de capitales etc.

2. Sector financiero Privado: Conformado por

- Bancos: Institución que realiza intermediación financiera, para lo cual recibe el dinero de sus clientes y los transfiere a los sectores que necesiten tales recursos, por lo cual cobra una tasa de interés; estos se dividen en bancos múltiples o especializados dependiendo del número de segmentos de crédito que tiene autorizados para funcionar; los principales bancos privados son; banco del Pichincha, banco de Guayaquil, Produbanco.

- Entidades de servicios financieros: Son entidades que reciben el dinero de sus clientes para realizar actividades complementarias y conexas con el sistema financiero, entre estas tenemos:

Almacenes generales de depósitos: Cuya función es recibir bienes del público, para su manejo, almacenamiento, custodia y conservación de los bienes recibidos, para lo cual emiten un certificado de depósito.

Casas de Cambio: Que realizan el intercambio de monedas extranjeras por moneda nacional y viceversa, es decir compra y venden divisas por los valores fijados por el mercado.

Corporaciones de desarrollo de mercado secundario de hipotecas: Entidad que tiene como función movilizar recursos a favor del sector de la vivienda para lo cual puede realizar las siguientes operaciones: Otorgar créditos inmobiliarios y de vivienda de interés público, actuar como originador en procesos de titularización, con respaldo de la cartera de crédito hipotecaria propia o adquirida, estructurar procesos de titularización de cartera hipotecaria propia y de terceros;

- Entidades de servicios auxiliares: Son sociedades anónimas no financieras, que debidamente autorizados por la superintendencia de bancos pueden prestar servicios de: pagos, cobranza, transporte de especies monetarias o valores, contables, de computación, software bancario etc.

3. Sector financiero Popular y Solidario: Conformado por:

- Cooperativas de Ahorro y Crédito: De acuerdo al COMYF, son organizaciones formadas por personas naturales o jurídicas que se unen voluntariamente bajo los principios de solidaridad, cooperación, etc. Con la finalidad de realizar actividades de intermediación financiera y de responsabilidad social
- Cajas Centrales: Son entidades que se constituyen con un mínimo de veinte cooperativas de ahorro y crédito o mutualistas de ahorro y crédito para la

vivienda para realizar operaciones financieras de segundo piso como: Funcionar como cámara de compensación, desarrollar servicios financieros entre sus afiliadas.

- Entidades asociativas o solidarias, cajas y bancos comunales y cajas de ahorro: Son entidades que se forman de manera voluntaria, con el aporte económico en calidad de ahorro de sus socios, para otorgar créditos a sus miembros. Estas entidades no pueden captar fondos de terceros y pueden optar por la personalidad jurídica en la forma determinada por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
- Entidades de servicios auxiliares: Debidamente autorizadas por la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria pueden prestar servicios de software bancario, transaccionales, de transporte de especies monetarias y de valores, pagos, cobranzas, redes y cajeros automáticos, contables y de computación
- Asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda: son instituciones financieras de carácter privado cuya función es captar recursos del público, para poder destinarlos al financiamiento de la vivienda, construcción.

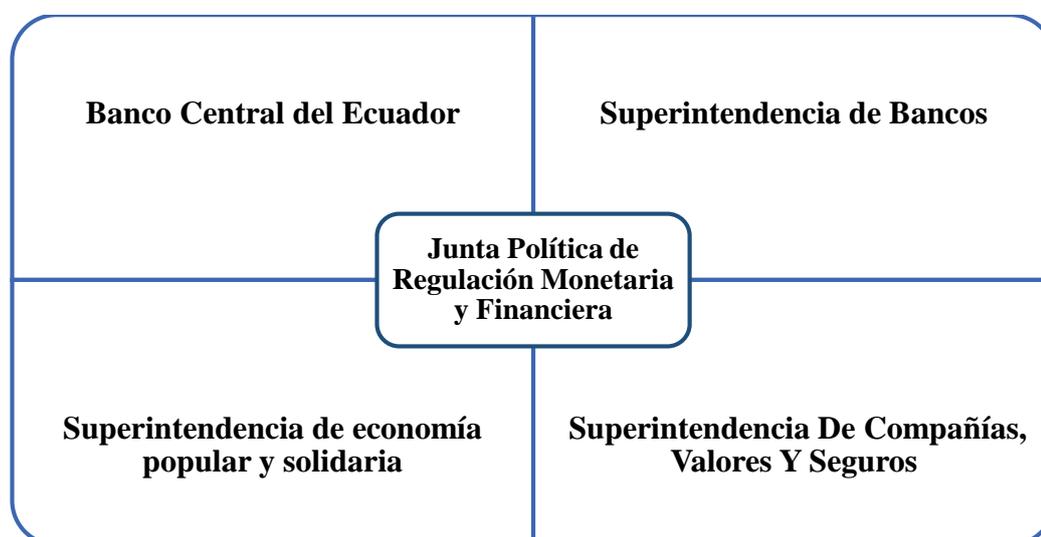
Por ultimo las subsidiarias o afiliadas de las entidades financieras domiciliadas en el Ecuador, también forman parte del sistema financiero nacional; se considera como subsidiaria , cuando la entidad financiera (banco, corporación, caja central, etc.) tiene participación accionaria indirecta o directa mayor al 50 % del capital suscrito y pagado de la compañía subsidiaria y afiliada cuando la entidad financiera tiene participación accionaria mayor al 20 % y menor al 50% del capital suscrito y pagado de la compañía afiliada o cuando al entidad financiera ejerza influencia por la presencia de accionistas, directores o administradores.

1.4.1 Entidades de Regulación y Control

Es importante recalcar que todos los sectores mencionados anteriormente se encuentran regulados y controlados, por entidades de carácter estatal que cumplen funciones de supervisión, vigilancia e inspección de su correcto funcionamiento, pues al realizar actividades financieras que involucren dinero público es necesario, que se encuentren debidamente supervisadas.

Entre las entidades de regulación y control tenemos:

Esquema 2 : Entidades de Control del Sistema Financiero Ecuatoriano



Autor: David Solano

Fuente: Código Orgánico Monetario y Financiero

1.4.1.1 Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera

La que puede considerarse como el organismo estatal más importante en materia económica y financiera, debido a las amplias funciones y poderes que tiene en materia de regulación, control y vigilancia, es la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, recientemente creada en el Código Orgánico Monetario y Financiero (COMYF) publicado en el registro oficial el 12 de septiembre del 2014, mediante este

código se busca potenciar el rol del estado en materia de regulación economía y financiera, siendo además su objetivo la unificación de los cuerpos legales y de las entidades de control.

La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, forma parte de la función ejecutiva y es la encargada de formular y supervisar las políticas públicas, monetaria, crediticia, cambiaria, financiera, de seguros y valores.

De acuerdo al Código Orgánico Monetario y Financiero (COMYF) “La Junta estará conformada con plenos derechos por los titulares de los ministerios de Estado responsables de la política económica, de la producción, de las finanzas públicas, el titular de la planificación del Estado y un delegado del Presidente de la República. Participarán en las deliberaciones de la Junta, con voz pero sin voto, el Superintendente de Bancos, el Superintendente de Compañías, Valores y Seguros, el Superintendente de Economía Popular y Solidaria, el Gerente General del Banco Central del Ecuador y el Presidente del Directorio de la Corporación de Seguro de Depósitos, Fondo de Liquidez y Fondo de Seguros Privados.”, además sus miembros tienen fuero de corte nacional de justicia para los actos realizados en el ejercicio de sus funciones.

El COMYF en su artículo 14 otorga a la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera 55 funciones, siendo las más importantes las siguientes.

- Regular, supervisar lo relacionado en materia monetaria, crediticia, cambiaria, financiera, de seguros y valores.
- Conocer y resolver las impugnaciones que se presenten a los actos de la propia Junta, con arreglo al Estatuto del Régimen Jurídico Administrativo de la Función Ejecutiva.
- Nombrar al gerente general del banco central del Ecuador, así como aprobar su presupuesto y estatuto de acuerdo a la ley orgánica del servicio público.
- Regular la gestión de la moneda electrónica y disponer al banco central del Ecuador su implementación y monitoreo

- Establecer niveles de crédito, tasas de interés, reservas de liquidez, encaje y provisiones aplicables a las operaciones crediticias, financieras, mercantiles.
- Cumplir con las funciones que la Ley de Mercado de Valores le otorga, así como regular la constitución, operación y liquidación de fondos y negocios fiduciarios.
- Dictar las normas que regulan los seguros y reaseguros.
- Autorizar la política de inversiones de los excedentes de liquidez y de las reservas internacionales;
- Presentar propuestas al Presidente de la Republica para la modificación de la normativa monetaria, financiera crediticia, cambiaria y de seguros y valores
- Regular la creación, constitución, organización, operación y liquidación de las entidades financieras, de seguros y de valores.

Entre sus funciones la junta tiene capacidad para de manera debidamente motivada, dar el carácter de reservada a la información que tenga relación con el ámbito de su gestión, para lo cual el secretario de dicha junta se encargara de llevar el archivo con todos los documentos cuya información haya sido calificada como reservada.

Con la entrada en vigencia del COMYF la junta adopto las funciones en materia de política y regulación que antes poseían la Junta Bancaria, Directorio del Banco Central del Ecuador, Junta de Regulación del Sector Financiero Popular y Solidario, Junta de Regulación del Mercado de Valores, Directorio de la Corporación del Seguro de Depósitos y Directorio del Fondo de Liquidez.

Además del fuero de corte nacional que gozan los miembros de la junta, es importante destacar que el Código Orgánico Monetario y Financiero, en su disposición general novena párrafo primero, que cito a continuación:

*“Novena. - **Acciones judiciales.** Toda acción judicial iniciada en contra de los titulares o delegados de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera a título personal, por actos, resoluciones o decisiones tomadas en el seno de dicho cuerpo colegiado, será ineficaz y los jueces que la conozcan deberán desecharlas,*

salvo aquellas acciones que inicie la Fiscalía General del Estado por los delitos contra la Administración Pública y la acción judicial de repetición.”⁴

Este artículo elimina la responsabilidad de los miembros de la junta: a título personal, por actos, resoluciones o decisiones tomadas en el ejercicio de sus funciones, pues las acciones judiciales en contra de los miembros de la junta serán ineficaces, lo cual contradice el artículo 233 de la Constitución de la República del Ecuador, que señala expresamente que ningún funcionario público está exento de responsabilidades de los actos realizados en el ejercicio de sus funciones.

Por último, en el segundo párrafo de la disposición general novena del COMYF, se deja claro que los que ejerzan funciones de superintendente si serán responsables, administrativa, civil y penalmente por sus acciones u omisiones en el ejercicio de sus funciones, no gozando del privilegio que se otorga expresamente a los miembros de la junta, siendo competentes para determinar las responsabilidades de los superintendentes: los organismos de control del Estado, la Fiscalía General del Estado y los jueces competentes, distinto a los miembros de la junta que solo están al accionar de la Fiscalía General del Estado en los delitos contra la Administración Pública y la acción judicial de repetición

Actualmente la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera, se encuentra conformada por:

⁴ Código Orgánico Monetario y Financiero (COMYF), Segundo Suplemento del Registro Oficial No. 332 de 12 de septiembre de 2014, Disposición General Novena

Esquema 3: Miembros de la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera



Autor: David Solano

Fuente: Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera

1.4.1.2 Banco Central del Ecuador

El banco central ecuatoriano es una persona jurídica de derecho público, que forma parte de la función ejecutiva y goza de autonomía administrativa y presupuestaria, tiene por finalidad ser el medio para la instrumentación de las políticas financiera, monetaria, crediticia y cambiaria del estado, sus principales funciones son:

Instrumentar y ejecutar las políticas y regulaciones financieras y monetarias dictadas por la Junta de política y regulación monetaria y financiera, así como monitorear, controlar y sancionar su incumplimiento.

- Se encarga de la distribución y suministro del dinero y las especies monetarias.
- Emitir valores
- Conocer y resolver los reclamos y recursos administrativos por actos de la propia institución.
- Actuar como depósito centralizado de compensación y liquidación de valores.

- Proveer de forma exclusiva moneda metálica nacional, así como moneda electrónica

1.4.1.2 Superintendencia de Bancos

Las superintendencias de manera general y de acuerdo con el art 213 de Constitución Ecuatoriana “*son organismos técnicos de vigilancia, auditoría, intervención y control de las actividades económicas, sociales y ambientales, y de los servicios que prestan las entidades públicas y privadas, con el propósito de que estas actividades y servicios se sujeten al ordenamiento jurídico y atiendan al interés general*”⁵

La superintendencia de bancos es un organismo técnico de derecho público, forma parte de la función de transparencia y control social, goza de personalidad jurídica y; autonomía administrativa, financiera y presupuestaria; se encarga del control, supervisión, vigilancia e intervención en las actividades financieras que ejercen el sector financiero público y privado, buscando que se respete el ordenamiento jurídico y se respete el interés general.

Entre sus funciones tenemos:

- Vigilar, controlar y supervisar el cumplimiento de las disposiciones del código orgánico monetario y financiero y las regulaciones que dicte la Junta de política y regulación monetaria y financiera en relación con las actividades del sector financiero público y privado
- Autorizar la constitución, denominación, organización y liquidación de las entidades que conforman el Sector Financiero público y privado.
- Sancionar a las personas naturales o jurídicas que realicen actividades reservadas al sector financiero como la captación recursos de terceros.
- Proteger los derechos de los clientes del sector financiero y resolver las controversias en el ámbito administrativo que se generen con las entidades bajo su control.

⁵ Constitución de la República del Ecuador, Registro Oficial 449 de 20 de octubre del 2008, artículo 213

- Establecer las cláusulas obligatorias y las prohibiciones de los contratos cuyo objeto sea la prestación de servicios financieros.

1.4.1.3 Superintendencia de economía popular y solidaria

Esta superintendencia se crea como un organismo técnico, con personalidad jurídica de derecho público, con autonomía financiera, administrativa y facultad coactiva se encarga del control y supervisión en el ámbito de la economía popular y solidaria, que es entendida como aquella forma de organización económica en la cual sus integrantes de manera colectiva o individual, realizan actividades de financiamiento, consumo de bienes y servicios, comercialización, etc. En busca de generar ingresos y satisfacer necesidades, cimentadas siempre en los principios de solidaridad, cooperación, siendo base fundamental el ser humano y el trabajo por sobre el capital y el lucro.

En cuanto a sus funciones, son las determinadas en el COMYF para la superintendencia de bancos excepto la aprobación de los estatutos sociales y la autorización para las inscripciones de acciones y accionistas, esto por la naturaleza organizativa del sector popular y solidario donde no existe un directorio cerrado, pues se busca un directorio voluntario y abierto.

Sin embargo, además de las atribuciones otorgadas por el COMYF, el sector popular y solidario también se encuentra regulado por la Ley orgánica de economía popular y solidaria la cual le otorga las siguientes funciones:

- Disponer el registro y otorgar la personalidad jurídica a las instituciones de economía popular y solidaria.
- Velar por la estabilidad, solidez y correcto funcionamiento de las instituciones sujetas a su control.
- Ejercer el control de las actividades económicas de las personas y organizaciones sujetas a esta Ley
- Autorizar las actividades financieras de las organizaciones del Sector Financiero Popular y Solidario.

- Imponer sanciones.
- Fijar tarifarios de servicios que otorgan las entidades del sector financiero popular y solidario

1.4.1.5 Superintendencia De Compañías, Valores y Seguros

Esta superintendencia cumple una triple función reguladora, pues se encarga del control y auditoria en tres ámbitos como es el sector societario, bursátil y de seguros: por lo tanto vamos a señalar cuales son las principales funciones que cumple esta superintendencia en cada uno de estos sectores, de manera general en el ámbito societario podemos señalar es un organismo técnico, con personalidad jurídica y autonomía administrativa, económica, que se encarga del control, organización, aprobación de actos societarios, funcionamiento, disolución y liquidación de las *compañías nacionales anónimas, en comandita por acciones y de economía mixta; de las empresas extranjeras que ejerzan sus actividades en el Ecuador, cualquiera que fuere su especie; de las compañías de responsabilidad limitada⁶*, y en general de las personas naturales y jurídicas que realizan actividades mercantiles bajo la normativa de la ley de compañías, este control comprende los aspectos jurídicos, societarios, económicos, financieros y contables de dichas entidades.

En el ámbito del de valores se busca lograr un mercado de valores integrado, eficaz y transparente, ejecutando, controlando e investigando el cumplimiento del ordenamiento jurídico, así como sancionando su incumplimiento, para lo cual, la ley del mercado de valores le otorga las siguientes atribuciones:

- Ejecutar la política general del mercado de valores dictada por Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera
- Inspeccionar, en cualquier tiempo a las compañías, entidades y demás personas que intervengan en el mercado de valores, con amplias facultades de verificación de sus operaciones, libros contables, información y cuanto documento o

⁶ Ley de Compañías, registro oficial 312 de 05 de noviembre de 1999, Artículo 431

instrumento sea necesario examinar, sin que se le pueda oponer el sigilo bancario o bursátil;

- Conocer y sancionar las infracciones a la ley del mercado de valores, sus reglamentos, resoluciones y demás normas secundarias;
- Autorizar, previo el cumplimiento de los requisitos establecidos, la realización de una oferta pública de valores;
- Brindar a las entidades del sector público no financiero la asesoría técnica que requieran para efectos de la aplicación de esta Ley.

Por último, la superintendencia de compañías y valores asumió las competencias en el área de seguros, el día 12 de Septiembre del 2015, debido de las disposiciones del código orgánico monetario y financiero, esta institución ahora se encarga de todo lo concerniente a la vigilancia, auditoría, intervención, control y supervisión del régimen de seguros, funciones que antes asumía la superintendencia de bancos, pero en virtud del art 312 de la Constitución del Ecuador, se prohibió a la entidades o grupos financieros el tener participaciones de cualquier clase, en las empresas que no pertenezca a la actividad financiera.

Es en busca de desvincular el sector financiero del sector no financiero, que se dispone que la superintendencia de compañías asuma el régimen de seguros, encargándose del control del sector no financiero, y que la superintendencia de bancos y la de economía popular y solidaria asuman el control del sector financiero.

Teniendo esta superintendencia como principales funciones en materia de seguros las que señalamos a continuación:

- La supervisión de las actividades de las entidades que controla (aseguradoras, reaseguradoras, peritos, intermediarios de reaseguros etc.) vigilando el cumplimiento de la normativa legal, con el fin de asegurar el cumplimiento de sus obligaciones con los usuarios.
- Encargarse de solventar las denuncias y reclamos contra las entidades que controla, así como de sancionarlas en caso de contravenir el ordenamiento legal.

- Expedir normativa en el ámbito de sus competencias y proponer regulación a la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
- Encargarse de los actos societarios de constitución, fusión, reformas de estatutos, cambios de denominación etc.

Es importante señalar que el sistema de seguros privados conformado por: las empresas que realicen operaciones de seguros, las compañías de reaseguros, los intermediarios de reaseguros, los peritos de seguros y los asesores productores de seguros, se encuentra regulados en cuanto a su constitución, actividades y extinción por la ley general de seguros.

CAPITULO 2.- EL MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR.

2.0 Antecedentes Históricos del Mercado de Valores

Es de sobra conocido que el comercio es casi tan antiguo como el hombre mismo, la transferencia e intercambio de bienes era necesario para la propia subsistencia del hombre, pues le permitía abastecerse de bienes a los que no tenía o era muy difícil su acceso, esta primera forma de intercambio del hombre primitivo es conocido como permuta, y de acuerdo a los estudiosos este intercambio comercial tiene sus inicios con la transferencia de obsidiana, ámbar y malaquita en Jericó en la Mesopotamia 7000 años antes de Cristo.

El desarrollo marítimo de los pueblos, provoca el aumento del comercio con gente de distintas culturas, idiomas, etnias, etc. esto provoco la necesidad de crear reglas básicas que regulen la actividad comercial, así como medidas de uso común para poder establecer el valor de los objetos que se intercambian, razón por la cual nace el dinero como una medida para medir el valor de los bienes objeto de intercambio, así como un objeto de intercambio mismo. De esta manera el dinero en sus distintas modalidades como fue el ganado, peces, sal (termino donde deriva la palabra salario), oro, plata etc. y posteriormente como el papel moneda (realizado con elementos menos valiosos) que nace como vale o recibo para intercambiar en la casa de la moneda por una cantidad de metal. Dejo de lado a la permuta y dio lugar a lo que se conocería como compraventa.

Es el uso de la moneda provoco además el desarrollo del comercio, y de los comerciantes como profesionales que servían de intermediarios entre los que producían determinados bienes y servicios (productores) y los consumidores que necesitaban dichos bienes o servicios.

Pero una de los hechos más importantes que provocó la creación del dinero como instrumento de circulación fue la posibilidad de la acumulación de capital (que en la época de la permuta de bienes no era posible por lo perecedero de los productos intercambiados). Esta acumulación de capital crea la necesidad de las entidades que faciliten su acumulación como son los bancos e instituciones financieras.

La necesidad de poder reunir en un mismo lugar a productores y consumidores, da lugar al nacimiento de las ferias como un “*mecanismo de intercambio de mercancías y de monedas*” (Cevallos,1997)⁷ nacen en primera instancia como eventos para conmemorar a los santos, pero luego como sitios para realizar operaciones comerciales donde se proporcionan cierta seguridad y control, lo que beneficia tanto a los comerciantes como a los adquirentes, los mercados incluso dejaron de ser exclusivos para el intercambio de bienes, pues se intercambian además productos financieros, como el cambio de monedas que se dio en Europa a través de las ferias cambiarias, actividad que se volvió de vital importancia debido al auge de distintos tipos de monedas en Europa. Como cita Cevallos, es gracias a las distintas ferias que funcionaban en Europa lo que provoca el notable aumento de la circulación de mercadería y de capitales; esto lleva a la necesidad de proveer y trasladar dinero, así como a realizar pagos entre comerciantes de distintas ferias, lo que provoca el resurgir del sistema bancario, que impulsó la organización de un sistema de pagos, giros, cambio de monedas, órdenes de pago y créditos mediante “letras de feria” (como se cita Cevallos, 1997, p. 22)

Posteriormente las ferias se desarrollaron en mercados, como agrupaciones de comerciantes, banqueros y consumidores, demandantes; donde existían los elementos necesarios para que ambas partes puedan de manera cotidiana realizar sus transacciones

⁷ Cevallos, V. (1997). *Mercado de Valores y Contratos*. Quito: Editorial Jurídica del Ecuador.

Con el desarrollo de esta forma de mercado, llegamos al tercer punto de los antecedentes históricos del mercado de valores, luego de pasar por la permuta y el dinero moneda como medio de intercambio, llegamos al mercado de títulos o valores fiduciarios, donde se intercambian distintos tipos de documentos escritos, que representan valores (en sus distintos significados como la utilidad del objeto o el poder adquisitivo que nos otorga) como es el caso de participaciones en la propiedad de una empresa o un crédito a cambio de un documento que otorgue mayor poder adquisitivo.

Con la mentalidad de un mercado diferenciado, nacen las lonjas o logias, donde se asociaban los comerciantes, para realizar sus transacciones, pero sin la presencia material de los objetos o productos que negociaban, sino mediante títulos representativos de valores, en el siglo XVI las lonjas van dejando de lado a las ferias y adquieren importancia en el comercio tanto de mercaderías como en el comercio de dinero.

De esta manera en las lonjas, ya no era necesaria la presencia material de la mercadería a negociar, pues bastaba únicamente con los valores que representen al objeto que se negociaba, además las ferias tenían un carácter ocasional en contraposición con las lonjas donde se negociaban mercadería y valores en lugares determinados y de manera permanente, siendo este el primer antecedente de lo que conocemos hoy como bolsas de valores pues como señala Víctor Cevallos Vásquez las palabras logias y bolsas son conceptualmente sinónimas en el argot bursátil.

La palabra bolsa de acuerdo a los estudiosos, se cree deriva del *“latín medieval Bursa que se traduce como talega de piel o depósito para guardar objetos, que por extensión se aplica al almacenamiento de dinero y títulos valores”*⁸ (Cevallos,1997), además existe la teoría de que la palabra bolsa tiene su origen, en que las primeras negociaciones con documentos representativos de valores se realizaron en la casa de la familia “Van

⁸ Cevallos, V. (1997). *Mercado de Valores y Contratos*. Quito: Editorial Jurídica del Ecuador.

der Bourse” en la ciudad de Brugues, en Flandes en cuyo predio existían tres bolsas o talegas esculpidas.

2.1.- El mercado de valores

El mercado de valores es “*el mecanismo o lugar donde se produce el intercambio de activos financieros y se determinan precios de acuerdo a las fuerzas de la oferta y la demanda*” (Madura, 2003)⁹, como mencionamos anteriormente el mercado de valores forma parte del mercado de capitales, donde se ofertan y demandan recursos a largo plazo para la inversión; siendo de vital importancia para la correcta financiación y canalización de los recursos hacia las partes que los necesitan.

Por lo tanto, el mercado de valores es una parte del mercado de capitales donde se negocian activos financieros entre ofertantes y demandantes a través de los mecanismos establecidos en la ley del mercado de valores, canalizando de manera directa recursos a las actividades productivas.

El mercado de valores desempeña un papel de trascendental importancia, pues es la mejor manera para que las empresas que cotizan en la bolsa y que necesiten crédito lo puedan obtener de manera directa, además, el mercado de valores nos sirve de instrumento para poder medir la situación económica y el nivel de desarrollo de un país, pues el aumento del precio de las acciones que se negocian en el mercado, suele llevar implícito una mejora en la situación económica del país, impulsando el crecimiento económico y empresarial, siendo por lo tanto sujeto a estrictos controles estatales que aseguren el correcto funcionamiento de esta parte del sistema financiero.

⁹ Madura, J. (2003). *Financial markets and institutions*. (Thomson Ma). New York.

2.1.1.- Principios Rectores que rigen el mercado de valores

Con la entrada en vigencia de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, se añadió un artículo innumerado a continuación del artículo primero que contiene los principios que rigen el mercado de valores los cuales son:

1. La fe pública: Como señala el doctrinario Guillermo Cabanellas, la fe pública consiste en la *“veracidad, confianza o autoridad legítima atribuida a notarios, secretario, agentes de cambio, bolsa, acerca de actos, hechos y contratos realizados o producidos en su presencia; y que se tiene por auténticos y con fuerza probatoria mientras no se demuestre su falsedad”*¹⁰

2. Protección del inversionista: Se busca dar protección para las inversiones, agentes con superávit, en todo lo que no sea implícito de los riesgos propios del mercado como son faltas ilegítimas, fraudulentas, negligentes de los agentes del mercado, es un requisito para el correcto funcionamiento del mercado más que un principio ético, pues si no existe protección para el inversionista los mecanismos de intermediación e inversión no funcionarían de manera correcta, pues la inseguridad ahuyentaría el ahorro del público.

3. Transparencia y publicidad: En materia del mercado de valores estos principios hacen referencia a tres puntos; transparencia y publicidad societaria, financiera y política que engloba desde documentación contable, financiera, participación de socios y estructura de poder de la empresa, esto con el fin de otorgar a los inversores las

¹⁰ Cabanellas, G. (1997). *Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual*. Buenos Aires: Editorial Heliasta.

facilidades e información permanente para formar juicios fundados acerca de donde realizar sus inversiones

4. Información simétrica, clara, veraz, completa y oportuna: En el mercado de valores es importante que la información se maneje de la forma y con la periodicidad señalada por las autoridades de control, por lo que los agentes del mercado deben presentar la información clara, veraz, completa y oportuna sobre cualquier hecho o circunstancia que pudiera influir de manera negativa o positiva en la cotización bursátil, independientemente de si el hecho proviene de un factor externo no atribuible a la compañía. De igual manera se debe tener estricto control de la información privilegiada que no sea de conocimiento público y que, en razón de cargo, empleo, posición, etc. puedan tener ciertos agentes del mercado, información que puede influir en las cotizaciones bursátiles

5. La libre competencia: Es un principio que hace posible el correcto funcionamiento del mercado pues facilita el acceso de varios agentes al mercado de valores, permitiendo que existan varias alternativas que puedan competir en un entorno en igualdad de condiciones, en las que las fuerzas de la oferta y la demanda determinen las condiciones económicas del mercado.

6. Tratamiento igualitario a los participantes del mercado de valores: Se busca que los participantes del mercado, puedan participar del mismo desde una base con igualdad de condiciones y oportunidades, pues es un mercado donde el valor del producto depende de varios factores que deben ser conocidos por todos los participantes.

7. La aplicación de buenas prácticas corporativas: De acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) *“El gobierno corporativo abarca un conjunto de relaciones entre la administración de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otras partes interesadas. También proporciona*

la estructura a través de la que se fijan objetivos de la compañía y se determinan los medios para alcanzar esos objetivos y supervisar el desempeño”¹¹

8.- Respeto y fortalecimiento de la potestad normativa de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, con sujeción a la Constitución de la República, las políticas públicas del Mercado de Valores y la Ley.

9. Promover el financiamiento e inversión en el régimen de desarrollo nacional y un mercado democrático, productivo, eficiente y solidario.

Por ultimo todos los principios antes mencionados deberán interpretarse en el sentido que más favorezcan al inversor, es decir se incorpora a la ley del mercado de valores el principio “in dubio pro inversionista” pues en caso de duda acerca de la aplicación o alcance de las normas de la ley del mercado de valores, se estará a lo que más favorezca al inversionista, principio que busca favorecer a la parte que corre el riesgo al invertir sus ahorros en el mercado.

2.1.2.- Clasificación del mercado de valores

El mercado de valores forma parte del mercado de capitales, donde como mencionamos anteriormente se realizan transacciones a mediano y largo plazo, pues la principal función de este tipo de mercado es la inversión y el financiamiento, a diferencia de los mercados monetarios que al ser a corto plazo se busca el riesgo reducido y la liquidez; se considera un título valor de largo plazo cuando su vencimiento es mayor a un año desde su entrada en vigencia y corto plazo cuando su vencimiento es menor a un año.

¹¹ - Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Principios de Gobierno Corporativo de la OECD, 2004.

El mercado de capitales a su vez se lo clasifica en;

Según la clase de títulos

Mercado de Renta Fija: Donde el inversionista conoce cuál será el beneficio generado por la transacción al momento que se realiza el negocio, pues existe una tasa de interés fija.

Mercado de Renta Variable: En este tipo de mercados, no se puede estimar cuáles serán los beneficios de la negociación de los títulos, pues no tienen un tipo de interés o rentabilidad fija, al no recibirse ningún valor en su vencimiento. En este tipo de mercado los beneficios para el inversor provienen de las utilidades que genera la entidad emisora, o de la negociación de los títulos en el mercado secundario.

Según su estructura

Mercado Bursátil (Organizados): Son mercados normalizados, donde se encuentra previamente regulado la forma como se realiza la negociación, precio, expiración etc. En este tipo de mercado se encuentran la oferta, demanda y negociación de valores en el Registro Especial Bursátil (REB), bolsas de valores y catastro público del mercado de valores.

Mercado Extrabursátil (No organizados): También conocido como mercado Over the Counter (OTC), son mercados flexibles fuera de bolsa, donde son las partes las que de manera mutua eligen las condiciones de la negociación, de acuerdo al COMYF *“es el mercado primario que se genera entre la institución financiera y el inversor sin la intervención de un intermediario de valores, con valores genéricos o de giro ordinario de su negocio, emitidos por instituciones financieras, inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores y en las bolsas de valores.”*

Según el tipo de emisión de los títulos

Mercados Primarios: Se considera un mercado primario o emisión primaria cuando la empresa o institución emite valores para poner a disposición de los compradores o inversores por primera vez.

Mercados Secundarios: El mercado secundario comprende todas las negociaciones u operaciones que se realizan con los valores posteriores a la emisión primaria.

2.2 Agentes del mercado de Valores

En cuanto a los agentes que participan en el mercado de valores, son varias las entidades que interactúan para su correcto funcionamiento entre estas tenemos bolsas de valores, depósitos centralizados, intermediarios de valores, inversores y emisores. Todas estas entidades que permiten el funcionar el mercado de valores puede ser resumido en tres partes.

Emisoras: “Son entidades que colocan acciones o parte alícuota del capital social, con el fin de obtener recursos del público inversionista. Las emisoras pueden ser sociedades anónimas, el Gobierno, las instituciones de crédito o entidades públicas descentralizadas” (Cordova, 2015)¹². Por lo tanto, se encargan de emitir valores con el fin de satisfacer sus necesidades económicas, las entidades de emisión pueden tener una naturaleza pública como es el ministerio de finanzas, banco central del Ecuador; o pueden ser también de naturaleza privada siendo las más importantes las entidades financieras o sociedades mercantiles en la forma de sociedades anónimas, empero para que una empresa pueda emitir valores, es necesario que se encuentre inscrita en bolsa, para lo cual primero debe someterse a estrictos controles de solvencia y publicidad de sus cuentas.

¹² Cordova, M. (2015). *Mercado de Valores* (Ecoe). Bogota.

En este apartado es importante destacar que en virtud de ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil la pequeña y la mediana empresa (Pymes) y las organizaciones de economía popular y solidaria pueden ser emisores y buscar financiamiento sin ser parte de la bolsa a través del registro especial bursátil (REB), esto se explicara más a fondo el siguiente capítulo.

Inversionistas: “Son personas naturales o jurídicas que canalizan su dinero en el mercado de valores con la finalidad de obtener una rentabilidad. Existen dos tipos de inversionistas: los inversionistas profesionales y los clientes inversionistas.”(Marcial, 2015), aquellos agentes que demandan los valores ofrecidos por los emisores, también se los conoce como agentes superavitarios de fondos, pues al tener estos excedentes tienen la posibilidad para invertir en nuevos activos. Estos pueden invertir tanto a corto como a largo plazo, de lo que dependerá la rentabilidad obtenida. Además, se puede invertir en valores de renta fija del estado que implican poca rentabilidad y riesgo, esta forma de inversión es muy popular en el Ecuador.

Y los más importantes de los entes que participan del mercado son los intermediarios, que se encargan de poner en contacto a las partes oferentes y demandantes de valores, además se encargan de proveer la infraestructura para el correcto funcionamiento del mercado de valores, siendo las más fundamentales los que enunciamos a continuación: Depósitos centralizados de compensación y liquidación y las bolsas de valores y casas de valores.

2.2.1 Depósitos centralizados de valores

Los depósitos centralizados de valores son “*entidades que se encargan de custodiar, administrar y recibir en depósito los valores negociados en el mercado.*”(Marcial, 2015)¹³, en el Ecuador se conocen como depósitos centralizados de compensación y

¹³ Córdoba, M. (2015). *Mercado de valores*. (Ecoe). Bogotá.

liquidación de valores y pueden ser entidades tanto de naturaleza pública como privada (en la forma de compañías anónimas), que sean debidamente autorizadas por la superintendencia de compañías, valores y seguros, además las compañías anónimas deberán acatar las disposiciones que dicte la junta de política y regulación monetaria y financiera en cuanto a su capital mínimo en virtud de su objeto social, operaciones etc.

De acuerdo al COMYF las principales funciones que desempeñan los depósitos centralizados de valores son:

- Recibir depósitos de los valores previamente inscritos en el catastro público y custodiarlos hasta la compensación y liquidación de los mismos.
- Administrar las transferencias de los valores depositados, para lo cual cuenta con la información de los emisores, accionistas registro de los valores (acciones, obligaciones)
- Compensar y liquidar los valores que se negocien tanto en el mercado bursátil como el mercado extrabursátil.
- Levantar protestos en caso de falta de pago o falta de aceptación de los valores bajo su custodia.
- Realizar la desmaterialización de los valores inscritos en el catastro público mediante el sistema de anotación en cuenta.

Para poder comprender de mejor manera las funciones que desempeñan los depósitos centralizados es necesario explicar de manera pormenorizada ciertos términos:

2.2.1.1 Desmaterialización

La desmaterialización de valores consiste en el proceso por medio del cual se sustituyen los títulos valores en forma física (soporte cartular) para documentarlo en un medio informático o contable, dejando de lado por lo tanto el título en su forma física por la anotación en cuenta, sin que por ello se pierdan los derechos, obligaciones o la naturaleza misma del título valor.

Esta tiene por finalidad evitar el manejo de grandes cantidades de valores en forma física y el riesgo que ello implica, otorgar celeridad en las transacciones que se realizan en el mercado bursátil, brindar seguridad y disminuir procedimientos lentos y engorrosos para el inversionista, por lo tanto, lo que se busca mediante la desmaterialización es brindarle al mercado bursátil mayor celeridad, seguridad, eficacia, y la disminución del coste de la transferencia y emisión de los valores.

Es de trascendental importancia en el ámbito bursátil, por la gran cantidad de transferencias de títulos valores en forma física que se dan en este mercado, evitando mediante las anotaciones en cuenta, el tener que movilizar grandes cantidades de papel, tenemos además las emisiones desmaterializadas “*donde no se requiere la expedición de títulos físicos individuales para respaldar cada colocación, suscribiéndose un contrato de depósito de emisiones y entregándose un macro título que ampara una parte o la totalidad de la emisión momento de la emisión*”(Suárez, 2006)¹⁴ no se expide ningún título en forma física, sino la suscripción primaria y la colocación de los valores se realiza mediante una anotación en cuenta.

Entre las principales ventajas de la desmaterialización tenemos la disminución de los costos derivados tanto en la transferencia física de los títulos, el manejo, control, custodia, liquidación de los valores, además se torna en un proceso más seguro para las partes pues se eliminado los riesgos inherentes del soporte en formato físico como es el riesgo de pérdida, destrucción y falsificación de los títulos, por ultimo tenemos los beneficios tanto para los inversionistas como para las bolsas de valores al no tener que imprimir los títulos disminuyendo el tiempo para la negociaciones de los títulos y evitando fluctuaciones en el precio de los mismos.

¹⁴ Suárez, A. (2006). *Decisiones óptimas de inversión y financiación*. (Pirámide, Ed.). Madrid.

Es importante destacar que la desmaterialización no se da en todos los títulos valores si no principalmente en los valores emitidos en masa como las acciones de compañías anónimas, obligaciones, bonos, títulos de deuda pública, esto debido a la gran cantidad de títulos que se ponen en circulación por su forma de emisión masiva y la facilidad de negociación de los mismos, facilitando de esta manera su negociación en el mercado bursátil.

2.2.1.2 Compensación y Liquidación

“Compensación: es la determinación de las obligaciones de entrega de valores y transferencia de fondos de una operación cerrada a través del sistema, ya sea para la fecha de cumplimiento inicial acordada o para la restitución, cuando haya lugar a esta ¹⁵”(Córdova, 2015). Por lo tanto, la compensación de los depósitos centralizados busca la confirmación de los datos e información de las partes que se realización la transacción, así como la determinación de sus respectivas obligaciones en cuanto a la cantidad valores o dinero a entregar en la liquidación

Mientras que la liquidación consiste en *“la entrega de los recursos económicos que respaldan la operación realizada, del comprador al vendedor, se denomina. Liquidación. (Settlement).¹⁶*(Baldeón, 2009), es decir el perfeccionamiento de la obligación previamente pactada, cumpliéndose con la entrega del dinero por parte del comprador y la entrega del título por parte del vendedor.

2.2.1.3 Contrato de Deposito de Valores.

La función que realizan los depósitos descentralizados de valores, de recibir los valores previamente inscritos en el catastro público para su custodia y conservación se realiza a través de lo que se conoce como contrato de depósito que no es más que aquel

¹⁵ Córdova, M. (2015). *Mercado de Valores* (Ecoe). Bogotá.

¹⁶ Baldeón Ríos, J. F. (2009). *Aspectos Generales del Mercado de Valores de Quito* (El Cid Edi). Quito.

acuerdo por medio de la cual una parte conocida como depositante (bolsa, casas de valores, emisores, instituciones del sistema financiero, etc.) entrega valores al depósito centralizado, para que esta entidad le otorga sus servicios de compensación, liquidación, custodia de los valores entregados por el depositante.

Al ser un contrato de depósito es un contrato real, pues se necesita la entrega de la cosa (los valores o registros electrónicos en el caso de las anotaciones en cuenta) para su perfeccionamiento, además es un contrato de solemnidad pues de acuerdo al Art 36 de la Ley del mercado de valores, este contrato debe constar por escrito únicamente en los formatos aprobados por la superintendencia de compañías.

2.2.2 Bolsas de Valores

2.2.2.1 Definición

Las bolsas de valores son aquellas instituciones que tienen por finalidad “ *ubicar en un solo sitio a los comerciantes que llegaban de distintas regiones a intercambiar sus mercancías para poder ejercer un control más efectivo sobre ellos*”¹⁷ (Arellano & Loffredo, 2012). Pues como mencionamos anteriormente gracias al desarrollo de la economía y del comercio, las transacciones se empezaron a realizar con papeles que representaban a las mercancías negociadas, eliminando la necesidad de la presencia física de las mismas.

En la actualidad “*la bolsa de valores es un establecimiento público o privado, autorizado por los Gobiernos de los países, en el cual se compran y venden títulos valores por intermedio de corredores de bolsa*”¹⁸(como se cita en Córdova, 2015). En el Ecuador son mercados públicos dentro del cual intervienen intermediarios

¹⁷ Arellano, F., & Loffredo, J. P. (2012). *Guía didáctica de la Bolsa de Valores de Guayaquil*. (Guayaquil: Bolsa de Valores, Ed.) (4th ed.).

¹⁸ Córdova, M. (2015). *Mercado de Valores* (Ecoe). Bogotá.

debidamente autorizados (casa de valores) para realizar compras y ventas de los títulos que ahí se negocian, actúan bajo la figura de sociedades anónimas y tienen como único fin social el brindar servicios y mecanismo para la negociación de los valores.

2.2.2.1 Antecedentes

La primera bolsa de valores tiene sus orígenes en Europa a mediados del siglo XV, concretamente en la ciudad de Amberes, Bélgica, esta se extiende a la ciudad de Ámsterdam, Holanda donde en 1602 la compañía de las indias orientales crea la bolsa de valores de Ámsterdam, con el fin de obtener financiamiento para sus viajes comerciales hacia el continente asiático.

Luego de esto empezaría a crecer más bolsas a lo largo de Europa (Paris Londres, Madrid), sin embargo, es debido a la revolución industrial, el desarrollo de los medios de transporte, el crecimiento de la población, y el acrecentamiento de los centros urbanos, lo que hizo posible el nacimiento de grandes mercados, que provocaron el aumento de las transacciones bursátiles, llegando a su pleno desarrollo gracias a su vinculación con el régimen de las sociedad anónimas, las cuales iniciaron como sociedades colectivas donde se asociaban un grupo de personas para realizar actividades de las que tenían pleno conocimiento recayendo en ellos total responsabilidad, luego se pasa a la comandita organizada donde se buscaba asociarse en un emprendimiento de ocasión y dividiendo el riesgo. Por ultimo con las sociedades industriales se buscaba limitar la responsabilidad de los socios, por lo que existía responsabilidad dependiendo del número de acciones que cada persona posee en la sociedad, haciendo posible de esta manera la acumulación de grandes capitales.

En 8 de marzo de 1817 nace la bolsa de New York, conocida también como Wall Street, debido al nombre de la calle donde se ubica, esta bolsa llega a convertirse en el centro financiero más importante del mundo, debido al incremento productivo producido en los años de la primera guerra mundial, en 1896 el Wall Street journal,

crea el primera índice accionario conocido como Dow Jones, que no es más que un promedio del precio de las acciones de las empresas más grandes que cotizan en bolsa.

A partir de este momento la bolsa continuo su crecimiento, en los años veinte “roaring twenties” este crecimiento bursátil tuvo como consecuencia una gran especulación en el precio de las acciones, la cual terminó el 24 de octubre de 1929, día conocido como “jueves negro” hecho provoco la disminución histórica del precio de las acciones y desemboco en “ la gran depresión” causando una profunda recesión económica a nivel mundial, esto demuestra la conexión existente entre la actividad bursátil y la situación económica de un país.

Desde 1949 el mercado bursátil resurge, y mantiene un aumento gradual, con pequeñas bajas por situaciones concretas como los hechos del 11 de septiembre del 2001, empero en la actualidad la bolsa de valores de New York, es considerada la más importante del mundo.

2.2.2.2 Antecedentes de la Bolsa de Valores en el Ecuador

1831.- El 4 de noviembre de 1831, se facultad al ejecutivo que en ese momento era el presidente Juan José Flores, para que ponga en vigencia en el Ecuador el Código de Comercio de España.

1882.- El 1 de mayo de 1882 entra en vigencia el primer Código de Comercio ecuatoriano, en época del presidente Ignacio de Veintimilla, en este código se habla de las bolsas de comercio llegando incluso a definir las en su artículo 60 “ *Bolsa de Comercio es la lonja o sitio público en que reúnen los comerciantes o personas que se dedican al tráfico y giro mercantil, y los agentes de comercio para tratar de negociar con sujeción a lo que prescriba la ley y los reglamentos bajo la inspección de la autoridad pública*”, además era requisito para la matrícula de comercio para ser miembro de la bolsa.

1884.- El 30 de junio de 1884, se crea en Guayaquil una bolsa de comercio mediante decreto, el cual consta de 14 artículos en los cuales se determina su funcionamiento y control

1906.- El 26 de septiembre de 1906, se expide un nuevo código de comercio conocido como el código de comercio de Alfaro, en este código se mantienen las mismas disposiciones que el primer código de comercio ecuatoriano de 1882, en lo concernientes al funcionamiento de las bolsas de comercio.

1935.- El 14 marzo de 1935, mediante decreto ejecutivo del presidente Dr. José María Velasco Ibarra, se autoriza el establecimiento de una bolsa de comercio en el ciudad de Guayaquil, bajo el control de la superintendencia de Bancos, con la denominación objetiva “BOLSA DE VALORES Y PRODUCTOS DEL ECUADOR C.A.”, es importante destacar que el estado dejo a la voluntad privada, el elegir el tipo sociedad de la bolsa por lo que se constituyó como una sociedad anónima, empero debido a la falta de cultura financiera, poca capacidad de ahorro y la inestabilidad del país, la bolsa de Guayaquil se extinguió en junio de 1936.

1964.- El 15 de febrero de 1964 se publica en el registro oficial la primera ley de compañías, por lo que el 1 de junio de 1967, se estructura la superintendencia de compañías, que tiene entre otras atribuciones, la de ejercer de órgano de control de las bolsas de valores.

1969.- El 26 de marzo de 1969 por iniciativa de la Corporación financiera nacional, se faculta el establecimiento de bolsas de valores en las ciudades de Quito y Guayaquil.

Mismas que se constituirían como sociedades anónimas, es decir personas jurídicas de derecho privado, con un capital dividido en acciones, sujetos al control de la superintendencia de compañías, su funcionamiento tiene como actores a los agentes de bolsa, quienes deben ser propietarios de un puesto en bolsa, el cual es un título nominativo y negociable, y buscan canalizar el ahorro hacia la inversión, se

convierten en un medio idóneo para la circulación de riqueza, se democratiza el capital las empresas¹⁹ (Cevallos, 1997, p.43)

Desde la creación de ambas bolsas valores, y debido a que era un mercado en nacimiento, fue necesaria la participación del estado y sus dependencias para el sostenimiento del mismo, por lo que existe una dependencia hacia los títulos del sector público y títulos de renta fija, donde destaca la negociación de cédulas hipotecarias al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IEES), lo que imposibilitó el crecimiento del mercado accionario.

1993.- Se crea la primera ley del mercado de valores en el gobierno de Sixto Durán-Ballén, con esta ley se actualiza el mercado de valores transformando a las bolsas de valores en corporaciones civiles sin fines de lucro (por lo que los beneficios generados deben reinvertirse para asegurar el cumplimiento de su objeto y repartir entre los miembros), estableciendo reglas nuevas en cuanto a los participantes de la bolsa, se crean las casas de valores en reemplazo de los agentes de bolsa, administradoras de fondos, fondos de inversión y las calificadoras de riesgos, además en busca de impulsar el mercado se establecen incentivos tributarios.

1998. Se expide una nueva ley del mercado de valores, por lo que se añaden nuevas figuras inversionistas institucionales, el fideicomiso y la titularización, buscando aumentar la regulación del mercado e incrementar las sanciones de los participantes del mismo.

2006 – 2014. - El 22 de febrero de 2006 se realiza la codificación de la ley del mercado de valores la cual estaría en vigencia hasta el 20 de mayo del 2014, fecha en la que entra en vigencia la Ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector

¹⁹ Cevallos, V. (1997). *Mercado de Valores y Contratos*. Quito: Editorial Jurídica del Ecuador.

societario y bursátil, esta ley tiene por objeto actualizar la ley del mercado de valores para que se encuentre acorde a lo establecido en la Constitución del 2008, donde se busca dar mayores atribuciones al estado en materia de regulación y de control creando la junta de regulación del mercado de valores, como ente regulador de las políticas y reglamentos para el correcto funcionamiento del mercado de valores, además se busca facilitar el acceso al mercado de valores al sector productivo, pequeña y mediana empresa, que en nuestro país tiene una dependencia hacia la intermediación bancaria, las bolsas de valores dejan de ser corporaciones civiles sin fines de lucro, para transformarse en sociedades anónimas, asimismo existen cambios en el sector societario permitiendo la constitución de sociedades de manera electrónica.

2014.- El 12 de septiembre del 2014 entra en vigencia el código orgánico monetario y financiero, el cual de la misma manera que con la ley de optimización del sector bursátil, busca continuar con el proyecto de transformación política y económica iniciada con la constitución del 2008 y que busca el cambio en materia económica, dando prevalencia al ser humano sobre el capital, fomentar el acceso a los servicios financieros y la democratización del crédito.

Mediante este código se busca poner fin al modelo neoliberal en materia económica y financiera, eliminando la influencia del sector privado y otorgando al Estado instrumentos de regulación monetaria y financiera, control y regulación mediante la creación de junta de política y regulación monetaria.

El código se encuentra estructurado de la siguiente manera; libro primero que se refiere al sistema monetario y financiero; libro segundo donde se incorpora la ley de mercado de valores; libro tercero donde se encuentra lo concerniente al régimen de seguros.

Es importante recalcar en este punto, como en cuestión de dos años hemos tenido cambios en la regulación del mercado bursátil, pues a pesar de que la ley de optimización del mercado bursátil ya creaba un órgano de regulación y control para el sector bursátil conocido como “Junta de Regulación del Mercado de Valores”, el

nuevo código monetario y financiero crea la “Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera” integrando en un solo órgano la formulaciones políticas públicas y el control de materia monetaria, crediticia, cambiaria, financiera de seguros y valores, además de reformas en varios de sus artículos, esto sin contar con las amplias atribuciones otorgadas a la Junta de regulación política y financiera en cuanto a la creación de reglamentos, estando varios artículos del código monetario supeditados a las regulaciones que dicte dicha junta.

Creemos que esta es una de las razones que impiden el correcto crecimiento del mercado, pues la mencionada reforma ha creado inseguridad jurídica, para las partes que intervienen en el mercado, pues existen constantes cambios en materia de legislación, tributaria, monetaria, etc., que genera varias capas de complejidad y rigurosidad en la participación del mercado, dificultando el objetivo mismo de las reformas esto es el acceso y el impulso de un mercado, que se ha visto sobrepasado ampliamente por el sector financiero.

2.2.2.3 Principales Funciones de las Bolsas de valores

Como mencionamos anteriormente la principal función de las bolsas de valores, es otorgar las facilidades y los mecanismos, para que se puedan poner en contacto tanto compradores como vendedores con el fin de negociar valores. De esta manera tanto las empresas como el estado, pueden financiar proyectos en distintos sectores, generando de tanto riqueza como empleos para el país, y por otro lado los inversores que aportan sus recursos, se benefician también al optimizar sus beneficios y dividir su riesgo al diversificar su cartera.

En el Ecuador la bolsa consiste en aquel mercado especializado y organizado de transacciones de valores por medio de intermediarios, que en el caso del Ecuador son las Casas de Valores. Además, cumple con un rol de promotor del mercado, debiendo publicitar y brindar la seguridad y eficiencia, que otorgue confianza a los intervinientes.

En resumen y como señala Córdova, (2015) y Arellano & Loffredo, (2012). Las funciones que cumplen las bolsas de valores son

- **Función de Inversión:** Canalizan el ahorro hacia la inversión productiva, contribuyendo así al proceso de desarrollo económico y ofreciendo una alternativa de financiamiento para las empresas y posibilidad de inversión a los ahorristas.
- Ponen en contacto a las empresas y entidades del Estado necesitadas de recursos de inversión con los ahorradores.
- **Función de Liquidez:** Confieren liquidez a la inversión, de manera que los tenedores de títulos pueden convertir en dinero sus acciones u otros valores con facilidad, pues las bolsas de valores ofrecen la posibilidad a los tenedores de los títulos de convertirlos en dinero en cualquier momento.
- **Función de Participación:** Permite a los ahorradores el convertirse en socios de las empresas al comprar acciones, pudiendo de esta manera participar en la gestión de las mismas
- Favorecen una asignación eficiente de los recursos.
- Contribuyen a la valoración de activos financieros: Pues de manera indirecta (determinando el valor de las acciones) se puede establecer el valor de una empresa información vital en países con economías de mercado

2.2.2.4 Obligaciones de las Bolsas de Valores

De acuerdo al COMYF las bolsas de valores en el Ecuador, deben cumplir las siguientes obligaciones:

- Proporcionar a los intermediarios de valores la infraestructura física y tecnológica que les permita el acceso transparente de las propuestas de compra y venta de valores inscritos.
- Divulgar y mantener a disposición del mercado y del público en general información simétrica, veraz, completa y oportuna, sobre las cotizaciones de los valores, intermediarios y las operaciones efectuadas en bolsas de valores, así como sobre la situación económica financiera y los hechos relevantes de los emisores;

- Mantener estándares de seguridad informática tales como protección de los sistemas informáticos, respaldos de la información en sedes distintas al lugar donde operen las Bolsas de Valores, medidas de gestión del riesgo legal, operativo y financiero, de acuerdo a lo que determine la Junta de Regulación del Mercado de Valores;
- Inscribir y registrar emisores y valores para la negociación en bolsa de valores, así como suspender o cancelar su inscripción;
- Sancionar a las personas jurídicas y personas naturales sometidas a su control, por transgresiones a las normas de autorregulación; y,

2.2.3 Casa de Valores.

2.2.3.1 Definición

Como mencionamos con anterioridad, en los inicios del mercado bursátil la función de intermediación entendida “*la realización de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores materia de oferta pública, por cuenta ajena o de otro*”²⁰, era desempeñada por personas naturales, los conocidos como corredores o agentes de bolsa, que se encargaban de acercar a las partes contratantes sin ser parte del contrato o negociando a nombre propio por cuenta ajena a cambio de una comisión.

La tendencia en la actualidad en cuanto a la intermediación de valores, es el entregar la función de intermediación a personas jurídicas debidamente constituidas en el caso del Ecuador esta función la cumplen las casas de valores, en España las sociedades y agencias de valores, en México las casas de bolsas, en Perú la sociedad agente o intermediaria de valores

²⁰ Cevallos, V. (1997). *Mercado de Valores y Contratos*. Quito: Editorial Jurídica del Ecuador.

En el Ecuador de acuerdo al COMYF, las casas de valores son compañías anónimas debidamente autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que ejercen intermediación de valores y cuyo objeto social único es el realizar las actividades previstas en la ley.

En México de acuerdo a la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles se entiende a la casa de valores como *“El intermediario, persona moral, autorizada para llevar a cabo operaciones bursátiles, constituida como sociedad anónima de capital variable”*

En Perú de acuerdo al art 185 de la ley del mercado de valores se define a la sociedad agente como *“Sociedad agente de bolsa es la sociedad anónima que, debidamente autorizada, se dedica fundamentalmente a realizar la intermediación de valores en uno o más mecanismos centralizados que operen en las Bolsas.”*

2.2.3.2 Facultades de las casas de valores

El COMYF señala las facultades de las casas de valores, entre las principales tenemos:

- Operar, de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes, en el mercado bursátil. Para lo cual las ordenes de los comitentes, deben ser claras en cuanto a su sentido y alcance.
- Administrar portafolios de valores o dineros de terceros para invertirlos en instrumentos del Mercado de Valores de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes.

Como cita Cevallos un portafolio de inversión *“Es una combinación de activos financieros poseídos por una misma persona, natural o jurídica. Se considera diversificado cuando en el conjunto de activos se combinan especies con rentabilidades, emisores, modalidades de pago de intereses y riesgos diferentes”*²¹

²¹ Cevallos, V. (1997). *Mercado de Valores y Contratos*. Quito: Editorial Jurídica del Ecuador.

- Adquirir o enajenar valores por cuenta propia.

Además de las actividades que realizan las casas de valores como comitentes es decir por cuenta y riesgo ajeno, estas pueden adquirir o enajenar valores por cuenta propia previa autorización de la autoridad competente.

- Realizar operaciones de underwriting con personas jurídicas del sector público, del sector privado y con fondos colectivos.

El underwriting es *“Contrato complejo – típico del mercado de capitales - celebrado entre un intermediario financiero (Underwriter) con una institución, entidad o sociedad comercial por medio del cual el primero se obliga a pre financiar valores mobiliarios emitidos por la segunda (acciones, bonos u otras obligaciones) para su posterior colocación en el mercado, garantizando su suscripción por los inversionistas y adquiriendo – de ser el caso - dichos títulos cuando no hayan podido colocarse o suscribirse por terceros”*²²

- Dar asesoría, información y prestar servicios de consultoría en materia de negociación y estructuración de portafolios de valores, a personas naturales y/o jurídicas del sector privado y a instituciones del sector público, de conformidad con esta Ley.

En virtud de la poca publicidad, falta de una cultura bursátil y desconocimiento en general, las casas de valores como intermediarios del mercado bursátil tienen como facultad el brindar asesoría e información de los procesos de negociación bursátil.

- Realizar operaciones de reporto bursátil de acuerdo con las normas que expedirá el C.N.V.

El contrato de reporto *“es aquel por medio del cual el "reportador", ordinariamente un banco o inversionista institucional, adquiere a un tercero ("el reportado") títulos valores, mediante el pago de un precio, con la obligación de transferirle los mismos títulos adquiridos u otros de la misma especie, contra el pago del mismo precio más una prima, comisión o interés; es decir, contra el pago de un "precio de recompra".*²³, el reporto bursátil es lo mismo que el contrato de

²² Ruiz Torres, G. (2005). El Contrato de Underwriting.

²³ González Torre, R. (2003). El Reporto Bursátil En La Legislación Nacional, 10.

reporto con la particularidad que se celebra entre los intermediarios de valores por cuenta de sus comitentes.

- Realizar actividades de “market - maker” (hacedor del mercado), con acciones inscritas en bolsa bajo las condiciones establecidas por el C.N.V., entre las que deberán constar patrimonio mínimo, endeudamiento, posición, entre otros.

El market maker o hacedor de mercado consiste en la actividad mediante la cual las casas de valores compran o venden acciones a cuenta propia y no de terceros, constituyéndose en promotores del mercado, mejorando de esta manera la celeridad en las operaciones de compraventa tanto en el mercado primario como el secundario.

2.2.3.3 Obligaciones de las casas de valores

De acuerdo al COMYF las principales obligaciones de las casas de valores son:

- Facilitar a sus comitentes información actualizada sobre los valores en circulación en el mercado y acerca de la situación legal, administrativa, financiera y económica de las empresas emisoras.
- Entregar el dinero de las ventas y los valores de las compras a sus comitentes en un plazo máximo de cuarenta y ocho horas, desde la compensación y liquidación de cada operación.
- Responder a los titulares de los portafolios administrados por los perjuicios o pérdidas que ella o cualquiera de sus empleados, funcionarios o personas que le presten servicios, les causare como consecuencia de infracciones a esta Ley o sus normas complementarias por dolo, o culpa, y en general por el incumplimiento de sus obligaciones.
- Mantener estándares de seguridad informática tales como protección de los sistemas informáticos, respaldos de la información en sedes distintas al lugar donde operen las casas de valores, pólizas de fidelidad, medidas de gestión del riesgo legal, operativo y financiero

2.2.3.4 Prohibiciones de las casas de valores

En cuanto a las acciones que les está impedido realizar a las casas de valores el COMYF señala:

- Realizar actividades de intermediación financiera y realizar captaciones de dinero público.

Con fin de separar claramente su función como intermediario de valores, se prohíbe el recibir dinero público pues es una actividad propia de las instituciones del sistema financiero.

- Realizar negociaciones con valores no inscritos en el Catastro Publico de Valores. Las negociaciones con valores no inscritos en el Catastro público del mercado de valores, se realizan únicamente en el mercado privado sin la intervención de intermediarios de valores, como se realiza en el Registro especial de valores no inscritos (REVNI) mediante rueda especial de subasta de valores no inscritos

- Garantizar rendimientos o asumir pérdidas de sus comitentes.

En virtud de la naturaleza del mercado bursátil, las casas de valores no pueden garantizar beneficios a sus usuarios, pues los mismos son graduados en base a la fuerza de la oferta y la demanda.

- Divulgar por cualquier medio, directa o indirectamente información falsa, tendenciosa, imprecisa o privilegiada.

Es importante para el correcto funcionamiento del mercado bursátil, el respeto al principio de transparencia, por lo que está prohibido acciones fraudulentas en la que se afecte a la información sobre el mercado, pues dicha información es básica para realizar juicios de valor para el inversionista.

- Adquirir valores que se les ordenó vender, así como vender de los suyos a quien les ordenó adquirir, sin autorización expresa del cliente.
- Realizar operaciones de “market - maker” (hacedor del mercado), con acciones emitidas por empresas vinculadas con la casa de valores o cualquier otra compañía relacionada por gestión, propiedad o administración.

2.2.3.4 Operadores de Valores

Por último, es importante señalar que las casas de valores realizan su labor como intermediarios de valores a través de los operadores de valores, que son personas naturales que operan en el mercado de valores por cuenta de las casas de valores a las que pertenecen; los operadores de valores más que cumplir una función de mediar o acercar a las partes contratantes, cumple una función de comisionista al adquirir los valores encomendados por el comitente a través de la casa de valores.

Los operadores de valores actúan siempre bajo responsabilidad de su casa de valores, misma que es solidariamente responsable de sus actuaciones u omisiones dentro del giro del negocio, pero que podrá ejercer la acción de repetición contra dicho funcionario.

En cuanto a los requisitos que se deben cumplir para ser operador de valores, los señalara la junta de política y regulación monetaria y financiera, siguiendo los criterios de profesionalismo, ética, conocimiento, capacitación y actualización. En la Bolsa de Valores de Quito los requisitos para calificarse como operador de valores son los siguientes:

- Haber aprobado el examen que para el efecto elabora la Bolsa de Valores de Quito.
- Haber aprobado un curso en una universidad reconocida por la Máximo organismo de educación superior y avalado por la BVQ.
- En ambos casos mencionados anteriormente se deberá aprobar con notas iguales o superiores al ochenta y cinco por ciento (85%) de la nota máxima posible.
- Cumplidos estos requisitos se expedirá un certificado para su inscripción como operador de valores en el catastro público del mercado de valores.
- Una vez que la bolsa de valores haya recibido una copia de la Resolución expedida por la Superintendencia de Compañías, así como una copia del Certificado de Inscripción, procederá a inscribir al operador de valores en el Registro de la Bolsa.

2.2.4 Calificadoras de Riesgo

“Son sociedades encargadas de evaluar y calificar el riesgo de emisión de títulos valores, con el objetivo de dar a conocer al mercado y al público cierta rentabilidad, solvencia y liquidez de una empresa. Criterio en base la cual los inversionistas pueden decidir si invierten su dinero en un título valor.”²⁴

Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, que se encuentran bajo el control de la Superintendencia de Compañías y cuyo objeto principal es la calificación del riesgo de los valores y emisores, pudiendo además realizar actividades complementarias a su objeto principal.

“Dentro del objeto social se incluye la facultad para efectuar análisis y valoración de créditos, bienes u otros activos y de empresas en general y, consecuentemente el procesamiento distribución y suministro de información estadística agregada que tenga relación con sus fines, así como las demás actividades requeridas para el estricto cumplimiento de sus objetivos”²⁵

Las calificadoras de riesgo nacen en virtud de la importancia que tiene en el ámbito financiero el riesgo de inversión, pues el riesgo en la mayoría de las ocasiones es directamente proporcional a la rentabilidad que se espera obtener de una inversión, es decir a mayor rentabilidad, mayor riesgo.

Teniendo en cuenta que no toda persona que desea invertir tiene conocimiento en temas financieros, en el mercado de valores ecuatoriano existen empresas especializadas en calificar y analizar el riesgo tanto de títulos como emisores del

²⁴ Córdova, M. (2015). *Mercado de Valores* (Ecoe). Bogotá.

²⁵ Chiriboga Valdivieso, C. B. (2006). *Mercado de Valores*. Loja.

mercado bursátil, brindando un criterio técnico y objetivo tanto para grandes como pequeños inversionistas.

La calificación de riesgo de una empresa que emite títulos valores que se negocian en el mercado de valores, es un reflejo de la situación económica de la empresa, su capacidad de pago y solvencia, empero el criterio técnico de la empresa calificadora no es suficiente para crear un juicio de valor de donde se va a invertir, solo se analiza el nivel de riesgo de la empresa emisora, para que el inversor cuente con una variable más para decidir su inversión.

2.2.4.1 Facultades y Prohibiciones de las Calificadoras de Riesgo

Las principales facultades de las calificadoras de riesgo de acuerdo al COMYF son:

- Realizar la calificación de riesgo de los emisores y valores.
Se analiza la solvencia y la capacidad de cumplimiento de cumplimiento de sus obligaciones bursátiles, dotando de esta información tanto a inversionistas como emisores.
- Realizar la evaluación de riesgos específicos de administradoras de fondos y fideicomisos, fiduciarios públicos, casas de valores, bolsas de valores, tales como riesgos operativos o tecnológicos, de gestión, estructura organizacional, gestión de riesgos en la administración, condición financiera y viabilidad del negocio, entre otros. Esta evaluación será obligatoria para la autorización de funcionamiento, así como para la prestación de sus servicios.
De igual manera se busca conocer cuales la situación de varias entidades que constituyen el mercado bursátil.

En cuanto a las prohibiciones tenemos:

- Dar asesoría para realizar una determinada emisión de acciones o cualquier tipo de valor.
- Ser socio o accionista de las entidades reguladas por la ley del mercado de valores.

- Realizar actividades que la ley del mercado de valores o ley general de instituciones del sistema financiero asigna específicamente a otras instituciones.

Además, está prohibido que las compañías calificadoras de riesgos, puedan realizar sus actividades de calificación por más de tres años consecutivos con el mismo sujeto de calificación.

2.2.4.2 La Calificación de Riesgo.

El criterio técnico realizado por las calificadoras de riesgo, en cuanto a la solvencia y probabilidad de pago de la empresa calificada, se debe realizar de manera obligatoria para todos los valores que sean materia de colocación o negociación en el mercado, con excepción de facturas comerciales negociables, valores emitidos, avalados, aceptados o garantizados por el Banco Central del Ecuador, el Ministerio de Economía y Finanzas, así como las acciones de sociedades anónimas y demás valores patrimoniales.

En cuanto a la calificación de riesgo de los valores patrimoniales, como es el caso de las acciones, la calificación será voluntaria del emisor, por lo que está permitido realizar oferta pública sin la necesidad de contar con la calificación de riesgo, para lo cual deberá constar de manera clara en el título a comerciar la mención “sin calificación de riesgo”; como caso excepcional la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera podrá de manera debidamente fundamentada ordenar la calificación de riesgo de los valores antes mencionados

Por lo tanto, los títulos valores que se califican son:

- Papeles Comerciales
- Obligaciones
- Valores Derivados de una Titularización

“La titularización: Es una alternativa de financiamiento mediante la cual unos conjuntos de activos empresariales con flujos de caja predecibles forman un

patrimonio con el propósito exclusivo de respaldar la emisión de valores negociables que van a ser colocados en los mercados de valores.”²⁶

- Fondos de Inversión (Voluntario)
- Valores Patrimoniales o acciones (voluntario)

En cuanto a los criterios de calificación, será la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la que mediante resolución general determinara cuáles serán los aspectos a evaluar, el procedimiento, categorías, periodicidad, teniendo en cuenta si son valores de renta fija o variable y de acuerdo a las siguientes reglas generales.

- Valores representativos de deuda se califica teniendo en cuenta:
 - Solvencia y capacidad de pago del emisor.
 - Posición de la empresa en el corto y largo plazo
 - Las garantías que presentare la empresa emisora
 - La probabilidad de no pago del capital e intereses
 - Características del Instrumento
- Acciones de sociedades:
 - Solvencia del Emisor
 - Características de las acciones
 - La información del emisor y sus valores
- Cuotas de fondos de inversión Colectivos
 - Solvencia técnica de la sociedad administradora
 - La política de inversión del fondo
 - La calificación de riesgo de sus inversiones
 - La pérdida esperada por el no pago de créditos que mantenga el fondo
- Valores producto de un proceso de titularización
 - factores que se tuvieron en cuenta para realizar la titularización
 - legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo
 - No se tendrá en cuenta al momento de la calificación de riesgo la solvencia del originador de la titularización, del agente de manejo del patrimonio o cualquier tercero

²⁶ Córdova, M. (2015). *Mercado de Valores* (Ecoe). Bogotá.

A los valores de deuda se los califica en virtud de las siguientes categorías:

AAA: Excelente capacidad de pago del capital e intereses

AA: Muy buena capacidad de pago del capital e intereses

A: Buena capacidad de pago del capital e intereses

B: Tienen capacidad de pago del capital e intereses

C: Mínima de capacidad de pago del capital e intereses

D: No tienen capacidad para el pago de capital e intereses.

E: La empresa afronta problemas que impiden su capacidad de pago sin ayuda externa

“A las categorías de calificación de riesgos antes mencionadas, se podrán complementar si correspondiese, signos más (+) o menos (-), que indicarán la posición relativa dentro de la categoría. El signo más (+) indicará que la calificación podría subir hasta su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.”²⁷

2.2.5.- Catastro Publico del Mercado de Valores.

El catastro público del mercado de valores, antes conocido como registro del mercado (reformado por el Código monetario y financiero), es una entidad a cargo de la superintendencia de compañías, valores y seguros, cuya función principal es registrar la información que es considerada de carácter público en relación a los emisores, valores y las distintas instituciones que son reguladas por la ley del mercado de valores.

La inscripción en el catastro público del mercado de valores debe realizarse de manera obligatoria, pues dicha inscripción constituye requisito fundamental para poder participar en el mercado de valores (bursátil y extrabursátil), este requisito es obligatorio pues se busca que los actos y contratos que se realizan en el mercado de

²⁷ Lopez G., L. (2015). Calificadoras de Riesgo. *Pacific Credit Rating*.

valores gocen de la debida publicidad, principio fundamental para el correcto funcionamiento del mercado; toda la información que de acuerdo con la ley debe inscribirse en el catastro público del mercado de valores debe registrarse correctamente para que esta información permanezca a disposición tanto de emisores, inversionistas, como el público en general.

La inscripción en el catastro público del mercado de valores no debe ser considerado como una certificación, ni otorga a la superintendencia de compañías, valores y seguros, responsabilidad alguna sobre las características de los valores inscritos, ni de la capacidad de cumplir las obligaciones bursátiles de las empresas emisoras registradas, siendo el único responsable de la información registrada en el catastro la entidad que solicito el registro.

Empero esta función de inscripción otorga seguridad y autenticidad de los elementos que se registren en el catastro, pues para la inscripción es necesario cumplir ciertos requisitos, como es el caso de contar con la calificación de riesgo previo a la inscripción o para las entidades emisoras de inscribirse al mismo tiempo que registran un valor específico (por lo menos uno del giro ordinario del negocio), estos requisitos permiten que no se proceda a la inscripción, mientras la superintendencia de compañías no revise y apruebe el cumplimiento de la información requerida (situación económica, financiera y jurídica) y los requisitos fijados por la junta de regulación política y financiera, para lo cual tendrá un término de quince días.

En cuanto a la inscripción de los valores que son emitidos por el Estado o entidades del sector público, esta se realizara de manera automática y de carácter general, requiriendo únicamente que la respectiva emisión tenga sustento legal y que realice una descripción de las características esenciales de los valores emitidos, es importante señalar que, con el código monetario y financiero, se crearon los títulos del banco central del Ecuador (TBC), los mismos que no requieren inscripción en el catastro público.

Además, antes de la entrada en vigencia de la ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil, el artículo 34 de la ley del mercado de valores regulaba un régimen especial para los valores no inscritos, otorgando la facultad a las casas de valores para poder establecer la regulación y los mecanismos para poder negociar los valores no inscritos, mecanismo conocido como REVNI, que pretendía otorgar facilidades para la las primeras incursiones en el mercado bursátil, a las pequeñas y medianas empresas, sin embargo esta disposición fue derogada con la entrada en vigencia ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil, que elimina esta disposición en virtud de la creación del Registro Especial Bursátil, donde se puedan negociar únicamente los valores pertenecientes a la pymes y las organizaciones de la economía popular y solidaria, este tema se desarrollara a plenitud en el capítulo tercero.

2.2.5.1 Inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores

En cuanto a qué se debe registrar en el catastro público, el COMYF lo señala en su artículo número 18, señaláremos las principales teniendo en cuenta que la junta de regulación monetaria y financiera puede determinar en cualquier momento cuales son las entidades o valores que deben registrarse:

- Las entidades emisoras y los correspondientes valores que sean objeto de oferta publica
- Las casas, bolsas de valores y sus respectivos reglamentos de operación
- Los operadores que laboren para las casas de valores o a nombre de los inversionistas institucionales.
- Las calificadoras de riesgo que operen en el mercado, tanto reglamentos, comités como procedimientos
- Los depósitos centralizados de compensación y liquidación, reglamentos y procedimientos
- Los valores que sean fruto de procesos de titularización

Además, es competencia de la superintendencia el suspender la inscripción de los emisores o valores registrados, mediante una resolución debidamente motivada,

cuando se encuentre dentro de los casos señalados por el COMYF en su artículo 22 de la ley del mercado de valores y demás normas que expida la junta de regulación monetaria y financiera, estas causales de suspensión son:

- Las diversas causas con relación a los participantes, valores o contratos que impidan de manera temporal, el cumplir con sus obligaciones en el mercado de valores.
- Que se dejen de cumplir los requisitos señalados para la inscripción, o que se incumplan las normas señaladas en la ley del mercado de valores como es el caso de no cumplir con el requisito de suministrar la información requerida por la superintendencia en cuanto a situación financiera, jurídica, hechos relevantes, etc. con la periodicidad señalada por la autoridad.
- Cuando en situaciones debidamente motivadas por la junta monetaria y financiera, exista una situación que pueda vulnerar los derechos de los participantes en el mercado de valores.

En caso de que la superintendencia resuelva la suspensión por cualquiera de las causales antes señaladas, tanto el emisor como el valor suspendido no podrán participar en el mercado de valores de manera temporal, sin embargo, seguirán inscritos en bolsa, debiendo cumplir el plazo señalado la autoridad para poder subsanar la causal incurrida, caso contrario de no subsanar la causa de suspensión se procederá a la cancelación de la inscripción y demás sanciones que determine la ley.

2.2.5.2 Cancelación de la inscripción en el catastro público del mercado de valores.

En cuanto a la cancelación de la inscripción el COMYF señala en su artículo 23, que existen dos clases de cancelación:

La voluntaria: que tiene lugar cuando lo solicite el participante previamente inscrito, respetando para ello las normas que expida la junta regulación monetaria y financiera para tal efecto.

De oficio: de igual manera que para la suspensión, se requiere de una resolución de la superintendencia de compañías, motivando debidamente que se ha incurrido en una de las siguientes causales:

- La inscripción fue obtenida, de manera fraudulenta sin respetar las normas y procedimientos señalados por la ley del mercado de valores, para obtener la inscripción.
- Que el emisor entregue a la superintendencia, información errónea, incompleta o confusa durante la emisión y posterior oferta en el mercado de valores.

En ambos casos antes mencionados, de proceder la cancelación del registro, los afectados tendrán derecho a una indemnización de daños y perjuicios por parte del emisor, esto de manera independiente a las sanciones tanto penales como administrativas que señale la ley.

- Las diversas causas supervinientes a la inscripción, tanto de participantes, actos o contratos, que imposibiliten de manera permanente el cumplimiento de sus obligaciones contraídas en el mercado.
- El incumplimiento de manera reiterada de las normas señaladas en la ley del mercado de valores y demás normas complementarias.

En ambos casos de existir cancelación tanto de oficio como voluntaria, la entidad o valor a la que se le cancele la inscripción en el registro no podrá seguir participando en el mercado de valores de manera permanente, pues además se cancela su inscripción en la bolsa de valores.

2.2.5 Situación actual del mercado de valores ecuatoriano.

“El mercado de valores del país enfrenta problemas estructurales y de coyuntura que afectan su principal función de proveer financiamiento de mediano y largo plazo a los sectores productivos.”²⁸

De acuerdo a Rosero (2010), son varias las circunstancias que han impedido el crecimiento del mercado bursátil ecuatoriano, entre estas tenemos: el reducido tamaño del mercado en comparación con el PIB, que desde el año 2011 ha tendido a la baja con un año 2013, donde el volumen de montos negociados en el mercado represento apenas el 3.9% del PIB ecuatoriano, alcanzando el 8.3 % en el año 2016, pero sufriendo varias fluctuaciones cada año que no han logrado representar más del 10% del PIB desde el año 2009, en cuanto a negociaciones en el mercado bursátil ecuatoriano.

Además, en el caso del Ecuador los inversionistas no buscan invertir en títulos de renta variable, que es la manera como se canaliza el ahorro hacia los sectores productivos y permite el desarrollo del mercado secundario, pues en el Ecuador existe una preferencia de los inversores para optar por títulos de renta fija, pues ofrecen más seguridad al inversor, al no estar vinculados los rendimientos del título a las fuerzas de la oferta y la demanda, sino a una tasa de interés pactada, esta preferencia por los títulos de renta fija provoca que los títulos que más se negocian sean: certificados de tesorería, certificados de inversión y bonos del estado, es decir títulos del estado y del sector financiero, lo que provoca como señala Rosero (2010) “Que *el mercado de valores sea una forma de fondeo de los bancos y fuente de liquidez para el gobierno.*”²⁹

Esta situación ha provocado la disminución de las autorizaciones de oferta pública, como podemos observar en la siguiente tabla a partir del año 2014, hubo una

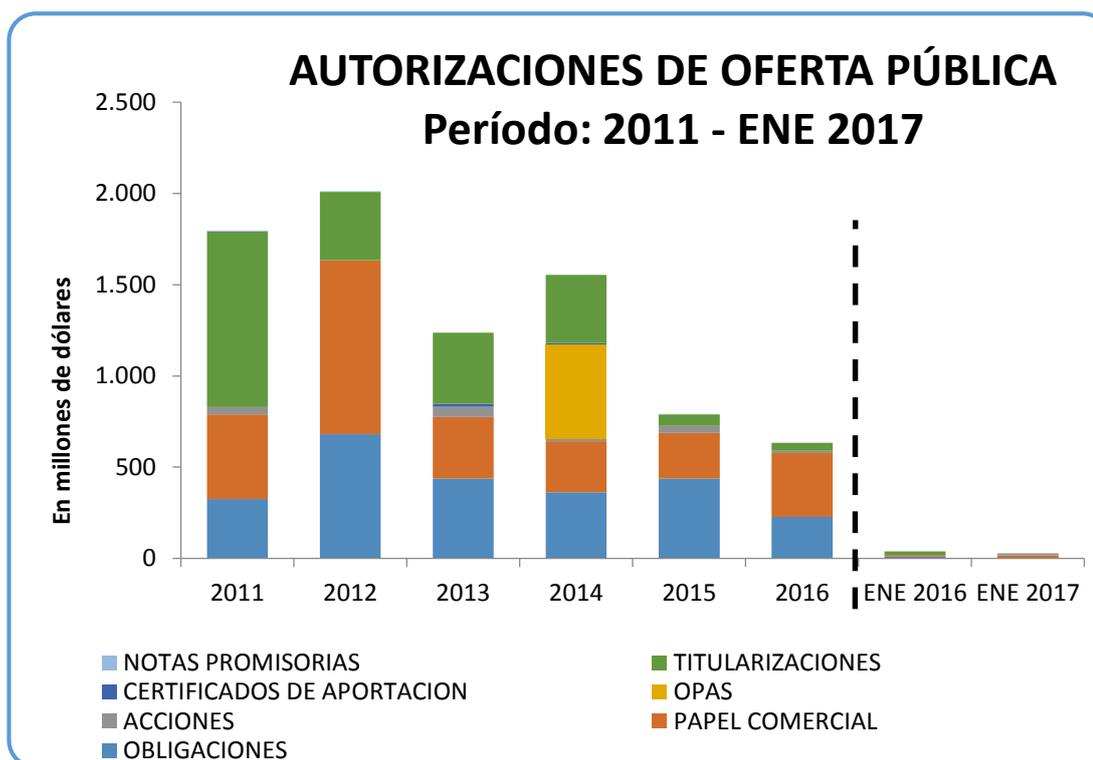
²⁸ Rosero, L. (2010). El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: una aproximación. *Ecuador Debate*, 23–34.

²⁹ Rosero, L. (2010). El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: una aproximación. *Ecuador Debate*, 23–34.

contracción en las autorizaciones de oferta pública, generando el año 2015 la mitad de lo generado el año anterior, tendencia que siguió para el año 2016.

Esquema 4 : Autorizaciones de oferta pública.

AUTORIZADAS	2011	2012	2013	2014	2015	2016	ENE 2016	ENE 2017
OBLIGACIONES	324,95	681,74	436,85	363,15	437,40	227,80	11,00	3,00
PAPEL COMERCIAL	464,10	950,80	337,70	278,50	250,40	350,50	8,00	12,80
ACCIONES	41,48	2,60	57,64	15,72	37,94	11,57	0,00	12,80
OPAS	0,00	0,00	0,00	514,54	0,00	0,00	0,00	0,00
CERTIFICADOS DE APORTACION	0,00	0,00	15,00	10,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TITULARIZACIONES	962,37	374,05	389,30	372,40	63,40	44,00	20,00	0,00
NOTAS PROMISORIAS	4,26	3,96	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL	1.797,16	2.013,15	1.236,49	1.554,31	789,14	633,87	39,00	28,60



FUENTE: Sistema Integrado de Mercado de Valores

La actual situación del mercado de valores ecuatoriano que ha tendido a la baja, tiene varios motivos además de los antes mencionados, pues como señalamos el mercado de valores sirve como barómetro de la situación económica de un país, y en el caso del Ecuador varias circunstancias como son la apreciación del dólar, disminución del precio del petróleo, salvaguardas, han provocado que la economía ecuatoriana haya entrado en una recesión para enfrentar la crisis.

Y por último es importante señalar que otro de los inconvenientes que presenta la bolsa de valores en el Ecuador, es la falta de seguridad jurídica en nuestro medio, pues tanto el que busca financiarse, como el que busca invertir se encuentra en la situación de que existen, constantes cambios legislativos, tanto tributarios, arancelarios, laborales, que provocan un ambiente de inseguridad para para los sujetos que participan en el mercado, pues estos cambios muchas ocasiones, solo aplican cargas, complejidad y rigurosidad, para las empresas, siendo estrictos en el cumplimiento de las obligaciones empresariales, en vez de conceder cierta flexibilidad para el empresario como, es el permitir la restructuración de pasivos para poder cumplir las obligaciones de mejor manera para ambas partes, y provocando una especie de camisa de fuerza, donde solo se ejerce presión para el empresario y no se brindan alternativas. La entrada en vigencia de la Ley para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil y el Código Orgánico Monetario y Financiero ambas en el 2014, provoco expectativa en los inversores lo que contribuyó a empeorar la situación en la que se encontraba el mercado ecuatoriano. Por lo tanto, es importante que las normas que están vigencia desde el año 2014, puedan aplicarse en conjunto con las normas dictadas por la Junta de regulación monetaria y financiera por un lapso de tiempo mayor, para poder verificar cuales son los efectos de los cambios legislativos al mercado de valores.

CAPITULO 3.- LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS (PYMES) Y EL REGISTRO ESPECIAL BURSÁTIL (REB) EN EL ECUADOR

3.1 La Pequeña y Mediana Empresa (PYME)

3.1.1 Concepto

Antes de analizar el criterio lo que se considera una pequeña y mediana empresa (Pyme) es necesario precisar de antemano, el concepto de empresa: de acuerdo a Cabanellas (1997) *“Organización de personal, capital y trabajo, con una finalidad lucrativa; ya sea de carácter privado, en que persigue la obtención de lucro para los socios o los accionistas; o de carácter oficial, en que se propone realizar un servicio público o cumplir otra finalidad beneficiosa para el interés general.”*³⁰

Al ser entendida la palabra empresa; como el género que define un emprendimiento, plan o proyecto con inherente dificultad o esfuerzo, no encontramos una definición específica dentro del cuerpo legal ecuatoriano, empero si existe definiciones tanto en el código civil ecuatoriano, como en la ley de compañías de la palabra sociedad o compañía que equivaldría a la especie del genero empresa.

La ley de compañías en su artículo primero define al contrato de compañías, como aquel donde dos o más personas juntan su capital o industrias para emprender en operaciones mercantiles y participar de sus utilidades. Por su parte el código civil define lo que es una sociedad o compañía en su artículo 1957, como aquel contrato donde dos o más personas, acuerdan poner algo en común con el objetivo de recibir los beneficios obtenidos de tal acuerdo.

³⁰ Cabanellas, G. (1997). *Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual*. Buenos Aires: Editorial Heliasta.

Sin embargo, como mencionamos anteriormente podemos decir que no toda empresa se encuentra constituida de manera legal como una sociedad o compañía mercantil, más aún en el caso ecuatoriano, donde la mayoría de emprendimientos nacen de manera informal, con financiamiento propio o familiar, bajo la figura de sociedad civil o sociedad de hecho como se la conoce en nuestro medio, este tipo de sociedad no cuenta con personalidad jurídica, pues esta nace únicamente de la ley y de una resolución de autoridad competente.

Por lo expuesto anteriormente la mayoría de empresas en el Ecuador tienen una organización de carácter familiar, este elemento de informalidad contribuye a la dificultad de obtener recursos para su crecimiento, pues la libertad que otorga la legislación a este tipo de sociedades y la falta de historial crediticio impiden el financiamiento inclusive en el sistema bancario.

Eso en cuanto al concepto de empresa, sociedad o compañía, sin embargo, al momento de encontrar un criterio general para definir pymes, nos encontramos con dificultades debido a la naturaleza inherente de este tipo de empresas pues como señala Pavón (2016) *“La literatura teórica y empírica ha puesto en evidencia que no es conveniente el uso de una única definición internacional, ya que debido al tamaño de la economía y de su población, entre otras variables, mientras que en algunos países las pymes son empresas de menos de 500 empleados, en otros se considera grande a una con más de 100”*³¹, por lo tanto en virtud de la dificultad de poder formar un criterio para definir una pyme que sea heterogéneo, los distintos países han optado por establecer una definición propia de acuerdo al tamaño de la economía y su población, acorde a distintas variables como el número de empleados, ventas de la empresa, sector productivo de la empresa, etc.

Empero la comisión económica para américa latina y el caribe de las naciones unidas (CEPAL), ha elaborado una lista donde podemos observar dependiendo del tamaño

³¹ Pavón Cuéllar, L. I. (2016). Inclusión financiera de las pymes en el Ecuador y México. Financiamiento Para El Desarrollo.

de la economía del país, qué podemos entender como micro, pequeña y mediana empresa en virtud del número de empleados, de esta manera de acuerdo a la CEPAL, sin importar el tamaño de la economía se entiende como microempresa cuando dicha empresa tiene entre 1 y 10 empleados; y pymes cuando el número de empleados de la empresa oscila entre los 11 y los 250 empleados, dependiendo del tamaño de la economía; en la tabla a continuación podemos apreciar con mayor detalle lo expuesto.

Esquema 5 : Pymes de acuerdo al tamaño de economía.

Definición base de CEPAL (2009) para la pyme según el tamaño de las economías				
Tamaño de Economías	Micro	Pequeñas	Medianas	PYME
Grandes	1 a 10	11 a 75	76 a 250	11 a 250
Medianas	1 a 10	11 a 50	51 a 150	11 a 150
Pequeñas	1 a 10	11 a 35	56 a 100	11 a 100

Fuente: Pavón Cuéllar, L. I. (2016). Inclusión financiera de las pymes en el Ecuador y México

Dentro de la legislación ecuatoriana encontramos una definición de MIPYME (termino que define a la micro, pequeña y mediana empresa), en las disposiciones del código orgánico de la producción, comercio e inversiones (COPCI) en su artículo 53 “ *La Micro, Pequeña y Mediana empresa es toda persona natural o jurídica que, como una unidad productiva, ejerce una actividad de producción, comercio y/o servicios, y que cumple con el número de trabajadores y valor bruto de las ventas anuales, señalados para cada categoría, de conformidad con los rangos que se establecerán en el reglamento de este Código* ” .

Esquema 6: Clasificación de las MIPYMES

	Número de Trabajadores	Ingresos Brutos Anuales
Microempresa	1 - 9	Igual o menor a 100.000\$
Pequeña Empresa	10 - 49	Entre 100.001 a 1.000.000
Mediana Empresa	50 - 99	Entre 1.000.001 a 5.000.000

Elaborado por: David Solano

Fuente: Reglamento al Código orgánico de la producción, comercio e inversión.

En caso de que exista una discordancia entre el número de trabajadores y el total de ingresos brutos anuales señalados en la tabla anterior, se es estará al número de ingresos anuales para establecer la categoría.

Además, con la publicación de la ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil y la creación del registro especial bursátil (REB), se establece que será la junta de regulación monetaria y financiera, la encargada de crear la normativa para el correcto funcionamiento de este registro especial.

En virtud de esto la junta de regulación monetaria y financiera mediante resolución No. 332 - 2016 – V, expide las normas que regularan el registro especial bursátil, dentro de esta resolución, concretamente en su artículo sexto, se detalla cuáles son las entidades que pueden formar parte del REB, siendo estos las pequeñas y medianas empresas (pyme) y las organizaciones de economía popular y solidaria. Con el fin de establecer y delimitar que se entiende por pequeña y mediana empresa (pyme) y organización de economía popular y solidaria en el ámbito de las normas que rigen el REB, el artículo sexto de dicha resolución establece:

1. *“Pymes a las empresas que registran ventas anuales de 100.000 \$ hasta 1.000.000 \$. Adicionalmente, de las pymes que se constituyan como sociedades mercantiles anónimas en forma sucesiva por suscripción pública de acciones”*
2. *“Organizaciones de la economía popular y solidaria a las que pertenecen al sector financiero, de acuerdo a la siguiente clasificación (i) Cooperativas de ahorro y crédito pertenecientes a los segmentos 1 y 2, (ii) Mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda.”*

De acuerdo a resolución No. 038-2015-F de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, los segmentos a los que pertenecen las cooperativas de ahorro y crédito se establecerán en virtud de sus activos, perteneciendo al segmento uno (1)

cuando los activos son mayores a 80.000.000\$, y al segmento dos (2) cuando los activos son mayores a 20.000.000 hasta los 80.000.000\$.

Como podemos observar existe una discordancia entre lo señalado por el código orgánico de la producción, comercio e inversiones (COPCI), su reglamento y la resolución No. 332 - 2016 – V, en la que la junta establece cuales son las normas que regirán el REB. Pues de acuerdo a esta resolución solo podrán participar en el registro especial bursátil (REB) las empresas que tengan ventas entre los 100.000\$ y el 1.000.000\$ abarcando únicamente a la pequeña empresa y dejando de lado de acuerdo al reglamento del COPCI a la mediana empresa (1.000.001\$ - 5.000.000\$), además dicha resolución deja de lado una de las variables para establecer el tamaño de la empresa, como es el número de trabajadores.

En base a las discordancias mencionadas anteriormente entre la normativa interna, y con la finalidad de unificar criterios con lo establecido por la comunidad andina (Decisión 702) y el reglamento del COPCI, la junta de política y regulación monetaria y financiera realiza una reforma de las normas que rigen el registro especial bursátil (REB), mediante resolución No 332- 2017- V, reemplazando el artículo 6 por el siguiente:

- a) *“Pequeña empresa: Es aquella unidad de producción que tiene 10 a 49 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre cien mil uno (100.001 \$) y un millón (1.000.000 \$) de dólares de los Estados Unidos de América”*
- b) *“Mediana empresa: Aquella unidad de producción que tiene 50 a 199 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos entre un millón (1.000.001\$) y cinco millones (5.000.000 \$) de dólares de los Estados Unidos de América.”*
- c) *“Organizaciones de la Economía Popular y Solidaria de acuerdo a la siguiente clasificación i) Cooperativas de ahorro y crédito; ii) Asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda; y iii) Cooperativas no financieras pertenecientes al nivel 2 de acuerdo a la clasificación realizada la entidad competente.”*

Como podemos observar con las reformas en el artículo 6 de las normas que rigen el REB, se armoniza los criterios de clasificación de las pymes, presente en la normativa interna, pues se añaden, el rango de mediana empresa, y la variable del número de trabajadores, de acuerdo a los señalada por el reglamento del COPCI, además en lo que respecta a las organizaciones de economía popular y solidaria se elimina la necesidad de encontrarse en los segmentos 1 y 2, a las cooperativas de ahorro y crédito y se añaden a las cooperativas no financieras que pertenezcan al nivel 2 de la tabla realizada por la autoridad competente, la cual se encuentra en la parte inferior e incluye cooperativas de producción, transporte, vivienda, servicios y consumo, llama la atención como la junta de política y regulación monetaria y financiera en menos de un año de la vigencia de las normas que rigen el registro especial bursátil (REB), ya expidió la primera reforma a dicha normativa.

Esquema 7: Niveles de las Cooperativas de la economía popular y solidaria.

Nivel	Producción		Transporte		Vivienda		Servicios / Consumo	
	Activos (USD)	Número de socios						
Nivel 1	0 - 200.000	hasta 80	0 - 800.000	hasta 100	0 - 1.600.000	hasta 1000	0 - 100.000	hasta 50
Nivel 2	200.000,01 o más	Sin importar el número de socios	800.000,01 o más	Sin importar el número de socios	1.600.000,01 o más	Sin importar el número de socios	100.000,01 o más	Sin importar el número de socios
	Sin importar el número de activos	más de 80	Sin importar el número de activos	más de 100	Sin importar el número de activos	más de 1000	Sin importar el número de activos	más de 50

Elaboración: Superintendencia de economía popular y solidaria.

Fuente: Boletín trimestral I de la Superintendencia de economía popular y solidaria.

Sin embargo, como se puede constatar de lo analizado anteriormente, existen criterios de clasificación de acuerdo al tamaño de las empresas, tanto de organismos internacionales como la Comisión económica para américa latina y el caribe, comunidad andina; que han tratado de crear criterios que puedan guardar armonía entre los distintos países, dependiendo del tamaño de la economía, trabajadores e ingresos; y que los países en base a estos criterios puedan crear normativa acorde, en base a esto en la normativa interna ecuatoriana tanto el código orgánico de la producción, comercio e inversiones, su reglamento; normas creadas mediante resolución de la junta política y de regulación monetaria y financiera, que regulan el registro especial

bursátil; reconocen, definen y protegen a la pequeña y mediana empresa (PYME), pues desde la expedición del COPCI, se reconoce la importancia del sector Pyme, otorgando tanto derechos como obligaciones a este sector productivo, fomentado e incentivando su desarrollo.

3.1.2 Importancia de la Pequeña y mediana empresa (Pyme)

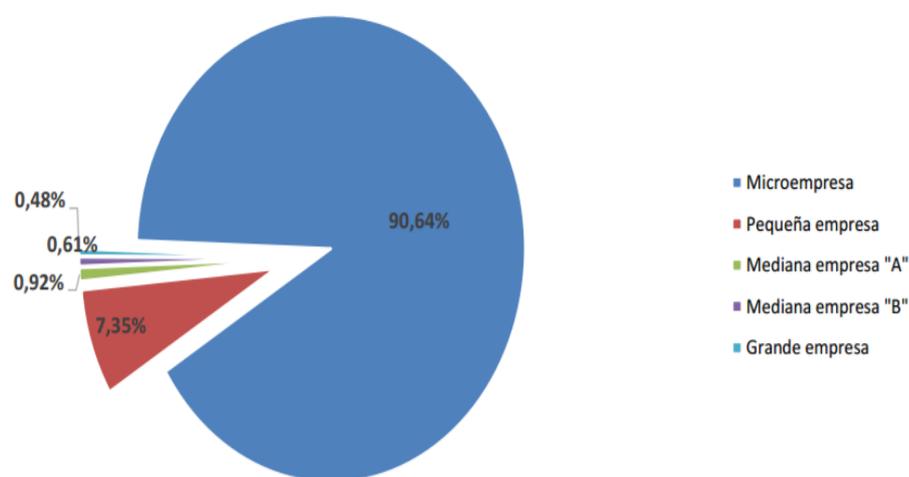
Es clara la importancia que tiene el sector de la pequeña y mediana empresa, en todo el mundo pues *“Las pymes son la fuente de crecimiento, empleo e inclusión social más prometedora para alcanzar "una vida digna para todos", tal y como se concibe en la agenda para el desarrollo en la Declaración del Milenio de Naciones Unidas y ratificada en la agenda 2030 para el desarrollo sostenible”*³².

De acuerdo a Pavón, las Pymes contribuyen en un 55 % del empleo formal en los países desarrollados, y un 45 a 60 % en los países en vías de desarrollo, de la misma manera las pymes contribuyen en el PIB, con un 49% en los países desarrollados y 29 % en las economías emergentes (como se cita en Pavon, 2016), esta capacidad de generación de empleo, su participación en el PIB de los países, contribución con el número de empresas que forman el tejido empresarial de un país; sumado a la flexibilidad que tienen en comparación con las grandes empresas en cuanto a su manejo y administración, permiten que sirvan de complemento al sector empresarial de las grandes empresas, pues las ventajas que tienen en comparación con este tipo de empresas, como el contacto más cercano con sus clientes, que reduce sus costos de transacción, acceso a lugares con poca competencia, y mayor rapidez al momento de tomar decisiones empresariales, convierten a las pymes en un sector de gran importancia para el correcto funcionamiento del sector empresarial.

³² Pavón Cuéllar, L. I. (2016). Inclusión financiera de las pymes en el Ecuador y México. *Financiamiento Para El Desarrollo*.

Dentro del Ecuador, y de acuerdo al Instituto nacional de estadísticas y censos (INEC) y el Directorio de empresas y establecimientos, que no es más que un registro sistematizado creado por el INEC, con información estadística de las empresas y establecimientos del Ecuador, creada a partir de los registros administrativos del Servicio de Rentas internas del Ecuador (SRI) y el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS); el número de empresas de acuerdo a su tamaño en el año 2015 fue el siguiente:

Esquema 8 Número de Empresas según su tamaño, año 2015



Tamaño de Empresa 2015	No. Empresas	Porcentaje
Microempresa	764.001	90,64%
Pequeña empresa	61.987	7,35%
Mediana empresa "A"	7.733	0,92%
Mediana empresa "B"	5.156	0,61%
Grande empresa	4.059	0,48%
Total	842.936	100,00%

Elaborado Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC)

Fuente: Directorio De Empresas Y Establecimientos 2015 (DIEE)

Como podemos observar en el gráfico anterior de un total de 842.936 empresas,³³ el 90.64% (764.001) , pertenecen al sector de la microempresa (ventas igual o menor a

³³ Solo constan las que se encuentran registradas en el servicio de rentas internas - SRI, tengan personal afiliado en el Instituto ecuatoriano de seguridad social – IESS, o paguen impuestos mediante el régimen impositivo simplificado – RISE

100.000 y de 1 a 9 empleados) el 8.88 % (74.876) pertenece al sector de la pequeña y mediana empresa (Pyme) y tan solo el 0.48 % (4.059) pertenece a las grandes empresas 34.06. La mayoría de empresas tienen por actividad el comercio, agricultura y ganadería, transporte y almacenamiento.

De esta información elaborada por el Instituto nacional de estadísticas y censos (INEC), es importante señalar la contribución al empleo formal (personal afiliado al IESS) , donde las pymes aportan con el 34.06 %, la microempresa el 23.78% y las grandes empresas el 42.16 % de personal afiliado al IESS, un porcentaje elevado para la pymes, tendiendo en consideración el número total de este tipo de empresas existentes en el país, pues a pesar de que la microempresa comprende el 90 % del número de empresas en el país, aportan en menor medida con el empleo formal (afiliado) del país.

En cuanto a las provincias donde se concentra el mayor número de empresas de acuerdo al DIEE, en las provincias de Pichincha (23.56%), Guayas (19.37%), Manabí (8.03%), Azuay (6.00%), Tungurahua (5.12%), se encuentra concentrado el 62.10 % de las empresas del país.

3.1.3 Dificultades que enfrentan las Pymes

Como señala Gómez, García y Marín (2009) es de sobra conocido que la pequeña y mediana empresa juega un papel fundamental en las economías de los países a nivel mundial, esto a pesar de los desafíos que este tipo de empresas ha tenido que enfrentar a causa de los efectos de la globalización, desarrollo tecnológico; su importancia como entidades generadoras de riqueza y empleo a lo largo del globo, ha llevado a la necesidad en todos los países, de generar leyes, programas y políticas públicas que contribuyan a su constitución y crecimiento, empero una situación frecuente en los países iberoamericanos es la dificultad de acceso al financiamiento, debido a los costes de financiamiento y demás situaciones inherentes al tamaño de este tipo de empresas.

“En el tejido empresarial de los distintos países iberoamericanos, las PYMES tienen una importancia creciente tanto por su desarrollo cuantitativo como por sus efectos cualitativos desde el punto de vista de cohesión social, de creación de empleo, de flexibilidad exportadora, de capacidad de adaptación a los ciclos económicos, etc.”³⁴

A pesar de las ventajas que señala el Instituto Iberoamericano de Mercado de valores (IIMV), estos encuentran numerosas trabas y dificultades, en especial debido a la poca facilidad que tiene este tipo de empresas para su crecimiento, pues la informalidad existente en la mayoría de este tipo de empresas en lo relativo a la información, como es la falta de datos crediticios auditados, historiales, garantías; provoca una suerte de información asimétrica, que imposibilita el financiamiento tanto en el sector bancario como en el mercado de valores, pues al no contar con la información necesaria, las entidades de financiamiento o bien no otorgan el financiamiento, o en caso de otorgarlo se lo hace mediante condiciones y garantías que en muchas ocasiones no pueden asumir las empresas.

La difícil situación en la que se encuentran las Pymes, que buscan financiamiento para su desarrollo se conoce como “missing middle *“El concepto del “missing middle” explica cómo en los países en vías de desarrollo existe una gran cantidad de microempresas en un extremo y algunas grandes empresas en el otro extremo, pero, en el medio, operan muy pocas empresas bajo la categoría de pequeñas y medianas empresas (PYME)”*³⁵ el encontrarse en una situación intermedia entre las micro y grandes empresas, provoca que en la mayoría de las ocasiones los planes de financiamiento de las entidades crediticias vayan enfocados a empresas de menor o mayor tamaño dejando este “segmento medio no atendido (missing middle)”.

³⁴ La titulización de créditos a pymes en Iberoamérica. (2007). *Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores*.

³⁵ El “Missing Middle” y los bancos. (2014). *Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN)*.

Las razones que dificultan el acceso a este segmento intermedio, además de la carencia de información financiera confiable y auditada, son los requerimientos de financiamiento específicos de las pymes, pues como señala el banco BBV Bancomer (2016)³⁶, cuando una microempresa requiere de recursos, la mayoría de las ocasiones se financia mediante recursos propios, de familiares, amigos, o inclusive de entidades crediticias específicas para el sector como las micro financieras, pues sus requerimientos crediticos no suelen ser demasiado elevados; por otro lado, de parte de las grandes empresas, estas cuentan con un sin número de mecanismos o instrumentos tanto propios como externos (acciones, líneas de créditos, bonos) para satisfacer sus necesidades de financiamiento; y en una posición intermedia entre ambas empresas se encuentran las pymes que buscan crecer y expandirse pero se encuentran con trabas pues *“virtualmente no existen servicios financieros que atiendan esta parte de la economía”*.³⁶ pues sus requerimientos crediticos son demasiado grandes para préstamos de financieras pequeñas, pero no alcanzan la cantidad necesaria para poder acceder de manera adecuada al sistema bancario o del mercado de valores (inversionistas).

De acuerdo a Gómez et al. (2009) existen varias teorías y estudios en relación a las formas de financiamiento de las pymes; dentro de estas teorías tenemos la teoría de la jerarquía, también conocida como Pecking Order que popularizo Myers y Majluf (1984) , en esta teoría se analiza que existe un orden o prioridad jerárquica, que las empresas utilizan al momento de determinar sus fuentes de financiamiento; de acuerdo a esta teoría las empresas siempre priorizaran en primer lugar fuentes de financiamiento propias como beneficios obtenidos por la empresa o contribuciones de los dueños, en caso de no ser suficiente esta primera fuente de financiamiento se acude al sistema bancario solicitando prestamos pagando una tasa de interés y como última alternativa se plantea la emisión de acciones, creemos que esta es una situación concurrente en las Pymes ecuatorianas, pues gran parte de las empresas tanto pequeñas como grandes, son empresas familiares que buscan financiarse por cuenta propia o

³⁶ ¿Las microfinancieras son la respuesta para las Pymes? (2016). BBVA Bancomer.

mediante el sistema bancario, esto con el fin de mantener el control y la autonomía de la empresa que tiene una estructura familiar.

Es por las dificultades señaladas anteriormente que los estados, son los encargados de formular políticas, mecanismos que faciliten el acceso al crédito a este tipo de empresas, en el caso del Ecuador y en lo que respecta al mercado bursátil existía el REVNI (Registro especial de valores no inscritos) y desde la entrada en vigencia del ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil, el REB (registro especial bursátil) mecanismos de financiamiento en bolsa que analizaremos más adelante.

3.2 - El Financiamiento de las Pymes en el mercado bursátil

Como mencionamos con anterioridad las dificultades que encuentran las pymes en su acceso al sistema bancario, como son los elevados costos de créditos o garantías difíciles de cumplir, hace que sea necesario que se planteen alternativas, pues a pesar de que la mayoría de empresas suelen disponer de recursos propios o bancarios para poder enfrentar cual tipo de externalidad, es necesario contar con herramientas, en este caso en el mercado bursátil, que permitan aprovechar situaciones favorables para las empresas en cuanto a la obtención de recursos y liquidez.

Considerando que el acceso de las pymes al mercado de valores, también reviste de dificultad, pues su acceso está supeditado al cumplimiento de varios requisitos para la empresa en cuanto a su capital, transparencia, niveles mínimos de liquidez y solvencia *“En particular, se suele exigir la aportación de una serie de documentos de carácter jurídico (tales como los estatutos sociales y el acuerdo societario), contable (cuentas auditadas de los últimos ejercicios), organizativo (estructura de personal, representantes, directivos, etc.) y financiera (calificación crediticia).”*³⁷

³⁷ La titulización de créditos a pymes en Iberoamérica. (2007). Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores.

Todos estos requisitos, tanto financieros, contables, jurídicos, organizativos, etc. Suponen un especial problema para las pymes pues la “información” reviste de especial importancia en el ámbito bursátil, pues las entidades participantes deben otorgarla de manera clara, oportuna, veraz y con la periodicidad determinada por la autoridad reguladora, sin embargo, el cumplimiento de estos requisitos requiere requiera una mayor capacidad de gestión en cuanto a la administración de la empresa, aumento de personal capacitado y medios materiales, requisitos que en muchas de las ocasiones son prácticamente inalcanzables para este tipo de empresas.

Todos estos inconvenientes que impiden la participación de las pymes en el mercado de valores, ha provocado que los estados elaboren mecanismos para su inserción o aclimatación en el sector bursátil; estos mecanismos, *pueden ser “iniciativas directas (por ejemplo, las que pasan por aligerar las exigencias generales para que dicho acceso se produzca, bien eximiéndolas de la constitución de órganos de fiscalización interna o externa o bien exonerándolas de tasas públicas y comisiones privadas); e iniciativas indirectas (por ejemplo, las que consisten en potenciar el uso por las PYMES de mecanismos que faciliten aquel acceso, tales como el fideicomiso financiero).³⁷”* por lo tanto estas iniciativas que buscan apoyar a las pymes, por lo general se enfocan en facilitar su acceso al mercado mediante, disminución de condiciones, requisitos y gastos que se deben realizar para su acceso; o potenciando otras figuras que de manera indirecta pueda beneficiar a las empresas.

Otro mecanismo de vital importancia que ha surgido para tratar de disminuir los estrictos requisitos y condiciones para ser partícipes del mercado bursátil, es la creación de mercados secundarios, alternativos o segmentos del mercado creados específicamente para las pymes, permitiendo que puedan obtener liquidez al negociarse sus valores en este tipo de mercados, con mayor facilidad y celeridad.

Algunos de los mecanismos utilizados por otros países para fomentar la participación de las pymes en el mercado de valores son:

Argentina: En Argentina la pequeña y mediana empresa maneja un régimen de excepción, en cuanto a los requisitos que se deben cumplir para negociar valores (acciones y títulos de deuda) en oferta pública, régimen que dependerá de las características de la empresa emisora o también de sus destinatarios; facilitando y agilizando la autorización de oferta pública. De esta manera las Pymes argentinas debidamente organizadas, se encuentran de automática autorizadas para realizar oferta pública de títulos de deuda o acciones del capital social, para tal efecto, únicamente se debe cumplir un régimen simplificado de registro y tramitación; eliminando varios de los requisitos contables, organizativos y financieros; sin embargo, este tipo de valores solo podrán ser adquiridos por inversionistas calificados.

Además, en este país es común el uso por parte de las pymes de la figura *del “fideicomiso financiero, conforme al cual las PYMES como fiduciantes —una de las dos partes esenciales del contrato— pueden transferir derechos y/o flujos de fondos futuros cuya titularidad les corresponda, a favor de un fiduciario financiero —la otra parte esencial— quien administrará dichos bienes a favor de los beneficiarios adquirentes de valores negociables fiduciarios emitidos en el marco del fideicomiso financiero”*³⁸, mediante esta figura las empresas se benefician al obtener liquidez inmediata, fruto de los beneficios obtenidos al momento de la colocación de los valores, dispuestos mediante el fideicomiso mercantil.

Chile: En el caso chileno, las medidas tomadas con el fin de facilitar el acceso al financiamiento en la bolsa de valores son: reunir el superávit de los inversionistas en fondos de inversión privados, creados específicamente con a la finalidad de invertir dichos recursos en el financiamiento de las pymes; la creación de un mercado de aclimatación para las empresas que no tienen capacidad para entrar en bolsa, este mercado alternativo con el nombre de *“Bolsa emergente es básicamente este punto de encuentro, entre compañías que tienen dificultad de acceso a capital o financiamiento*

³⁸ La titulización de créditos a pymes en Iberoamérica. (2007). Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores.

*en general, con inversionistas calificados que tienen recursos disponibles para invertir. Para eso lo que hacemos es que las pequeñas y medianas empresas calificadas, que son estudiadas y pasan un proceso para verificar que la información que entregan es real, puedan ser calificadas y “enlistarse” dentro de Bolsa Emergente”*³⁹, es decir las pymes luego de ser revisadas y calificadas, pasan a formar parte de dicho mercado, donde podrán ser financiadas únicamente por un grupo de inversionistas calificados que muestre interés en la compañía.

Además, existe la figura de los “efectos de comercio” que son títulos de deuda de corto plazo (pagarés de empresa) que pueden emitir las compañías para obtener liquidez; con la finalidad de facilitar su cobro, transferencia y circulación se otorga merito ejecutivo a las facturas y se disminuyen los costos inherentes a los impuestos para operaciones crediticias.

Colombia: Dentro de la normativa colombiana, no encontramos legislación que aborde específicamente el tema del financiamiento de las pymes en el mercado de valores, empero en este país existe la figura de un mercado alterno al mercado principal conocido como “segundo mercado”, donde las empresas que no cumplen con los requisitos y condiciones para su acceso al mercado principal, pueden participar.

Este “segundo mercado” se caracteriza por ser un mercado de aclimatación, donde se busca la participación en el mercado de capitales de empresas pequeñas, para lo cual se reducen los requisitos en cuanto capital, información y se disminuye el pago de tarifas para su inscripción, además no se requiere calificación de riesgo para los títulos que se negocien en este mercado y únicamente pueden invertir en este mercado inversionistas calificados

³⁹ Hidalgo Ayala, X. (2015). Matías Zerges presenta en Nueva York la iniciativa Bolsa Emergente de Chile. *Impacto New York*.

España: En el año 2000 se creó en España un nuevo segmento del mercado de valores conocido como “Nuevo Mercado” cuya finalidad era la negociación de los valores de empresas del sector tecnológico (conocido en la época como empresas “punto con”) este segmento disminuía los requisitos para participar en bolsa, sin embargo, el mayor riesgo inherente a este tipo de empresas, provocó que este segmento tenga una duración de únicamente 7 años con menos de 8 empresas que la componían antes de su desaparición . A pesar de buscar fomentar el acceso de empresas tecnológicas, el tamaño y capital de las mismas hace imposibles hablar de pymes.

Sin embargo, en vista de la importancia de las pymes en España, se decide crear el Mercado alternativo bursátil, conocido por sus siglas MAB, con el objetivo de ofrecer un *“sistema de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones efectuadas sobre acciones y valores de Instituciones de Inversión Colectiva pero también de valores e instrumentos emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización (PYMES incluidas)”*³⁸

El MAB nace en el año 2006 imitando el éxito que tuvieron estos mercados alternativos en Europa, como es el caso de AIM (Alternative Investment Market) en el Reino Unido, existiendo mercados similares tanto en Francia como en Alemania, con este tipo de mercados se busca facilitar el acceso a empresas de reducida capitalización (pymes) para lo cual se crea regulación específica y se trata de adaptar todos los procesos y costos para que las pymes puedan participar, beneficiándose de todas las ventajas que ofrece como es liquidez, financiamiento a menor costo, mayor visibilidad de la empresa dentro del mercado.

Además, en vista de potenciar el acceso de las pymes al mercado bursátil, a través del MAB, el BME (Bolsas y Mercados Españoles) empresa que funciona como operador tanto de los mercados de valores como sistemas financieros de España, crea un servicio de atención a empresas que busquen participar en el mercado, brindando asesoría a las pymes en todas sus etapas, otorgando información sobre los mecanismos que la bolsa

ofrece para su ingreso e incluso brindado asesoramiento legal gratuito en la admisión y cotización

Perú: En el Perú la Bolsa de valores de Lima (BVL) y la Superintendencia del mercado de valores (SMV) crearon desde el año 2012, el MAV (Mercado Alternativo de Valores), el cual consiste en un segmento especial del mercado, diseñado específicamente para el financiamiento de las pymes peruanas por medio del mercado de capitales, para esto se ven reducidos los requisitos de información de la empresa, pues existen requisitos menores en cuanto a información inicial necesaria para su admisión, como de la información periódica una vez pasen a formar parte del mismo, además se reduce el pago de tarifas y existen beneficios tributarios para las empresas en cuanto a la ganancia de capital.

De acuerdo a la Bolsa de valores de Lima (BVL) los requisitos que deben cumplir las empresas para participar en el MAV son:

- La empresa debe estar domiciliada en el Perú.
- En los últimos 3 años debe tener ingresos anuales en promedio que no excedan los S/. 350 millones, o su equivalente en dólares americanos.
- Empresas sin valores listados en la BVL o en bolsas extranjeras.
- Empresas que no estén obligadas a listar.

Ecuador: En nuestro país es el antiguo Consejo Nacional de Valores (CNV), como el organismo encargado de establecer la política, el funcionamiento del mercado de valores y como ente rector del mismo, que mediante resolución No CNV- 006- 2012 y en base al artículo 34 de la ley del mercado de valores que permite que las bolsas sean las entidades con facultades para implementar mecanismos para la negociación de valores no inscritos (artículo ahora derogado), de esta manera las bolsas crean el REVNI (Registro Especial de Valores no Inscritos).

El REVNI consiste en *“Un mecanismo establecido y autorregulado por las Bolsas de Valores por el cual las empresas que no se encuentran inscritas en el registro de*

*mercado de valores ni en Bolsa, pueden anotar valores en un registro especial con la finalidad de cotizar sus valores de manera ocasional o periódica*⁴⁰ empero debemos constatar que este mecanismo no es diseñado únicamente para la participación de las pymes pues de acuerdo a la bolsa de valores de Quito este mecanismo no se han beneficiado únicamente las pymes, pues empresas grandes e incluso el ministerio de finanzas son las entidades que mayores montos han negociado en el REVNI.

Mediante el REVNI, se podían negociar valores que no se encontraban inscritos en la bolsa de valores y/o registro del mercado de valores, a través del mecanismo conocido como Rueda especial de subasta (que consiste en un sistema de interconexión de operadores de valores en representación de sus casas de valores, con la finalidad de realizar transacciones con los valores) mecanismo que de acuerdo al ministerio de industrias y productividad resulta insuficiente pues estas ruedas especiales se realizan únicamente los días lunes, miércoles y viernes, con una duración de 2 horas, si se buscaba crear un mercado previo o de aclimatación para las pymes, estimulando su participación en el mercado formal este mecanismo resulta insuficiente.

El acceso al REVNI se veía simplificado para fomentar el acceso de las pymes, pues no era necesaria la calificación de riesgo, ni la inscripción en los registros del mercado, bolsa, eliminado de esta manera el pago de cuotas de inscripción, sin embargo, la empresa que buscaba participar debía remitir la información a las bolsas de valores sobre la situación económica y financiera de la empresa con periodicidad semestral, teniendo a la obligación la empresa de hacer pública este tipo de información, con la finalidad de que los inversionistas cuenten con información oportuna y veraz, para poder realizar sus inversiones, es importante recalcar que en busca de ser un mercado previo o de aclimatación, únicamente era permitido cotizar dos veces valores de renta fija y dos veces valores de renta variables en un periodo de tres años, tras este lapso de tiempo se buscaba la participación de la empresa en el mercado formal.

⁴⁰ Ministerio de Industrias y Productividad. (2012). Alternativas al financiamiento del mercado de valores.

Podemos constatar que el mecanismo conocido como REVNI (Registro especial de valores no inscritos), es un mecanismo que fue concebido para publicitar e incentivar, el ingreso en el mercado de valores de empresas que ya se encuentren consolidadas, más que un mecanismo diseñado específicamente para promover el financiamiento de las pymes en el mercado de valores, empero el REVNI constituyo un paso adelante en la disminución de los requisitos que deben cumplir las empresas para participar y presentaba las siguientes ventajas:

- Se presenta como un mercado de ingreso o aclimatación, en el cual pueden participar cualquier tipo de empresa que no se encuentre registrada en la bolsa o registro del mercado de valores, para que pueda adquirir la experiencia para su participación en el mercado formal.
- Funciona como una alternativa para las empresas que buscan financiamiento fuera del sector bancario.
- Gracias a la disminución de los requisitos permite que sea más fácil el ingreso de las pymes o emprendimientos que necesitan capital y liquidez para continuar su desarrollo.
- Contribuye al crecimiento de la imagen de la empresa, favoreciendo la adopción e implementación de mejores prácticas de gobiernos corporativos, como la presentación de información financiera debidamente auditada.
- No existe pago de cuotas para inscripción o mantenimiento, tampoco es necesaria la calificación de riesgo para la empresa emisora.

Sin embargo, a pesar de las ventajas antes mencionadas que presenta el REVNI, todavía presenta verías dificultades para el acceso de las pymes, pues al negociarse con valores en el mercado bursátil, es necesario contar con las debidas garantías (es preciso para la empresa emisora, el contar con activos que estén libres de gravamen, que puedan garantizar la emisión), garantías que en muchas ocasiones no es posible asumir para una empresa que busca financiamiento y liquidez.

Además, la necesidad de contar con información transparente y debidamente auditada (auditoria externa de los últimos 3 años de la empresa) prácticas de buen gobierno corporativo, implican gastos tanto de la estructura de la empresa, como de personal capacitado, para manejar la información necesaria.

En cuanto al interés de acuerdo a Núñez (2013) *“En el caso de la opción del crédito bancario, la Pyme obtendría los recursos con una tasa de interés que actualmente se encuentra en el 11.20%, mientras que, mediante el Revni, la empresa del caso práctico, oferta al mercado sus pagarés con una tasa máxima para una de sus series del 9%. Lo cual genera un ahorro en el costo que tendría el financiamiento.”*⁴¹

Esto en cuanto concierne al Registro especial de valores no inscritos (REVNI), sin embargo, con la finalidad de impulsar un registro especial diseñado específicamente para la pyme, se crea el Registro especial bursátil (REB) mediante la ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil del 13 de mayo del 2014.

3.2 Ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil y creación del Registro especial bursátil (REB)

Con la entrada en vigencia de la ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil el 20 de mayo del año 2014, proyecto de ley presentando por iniciativa del presidente Rafael Correa Delgado, con la finalidad de reformar la ley del mercado de valores, para que se encuentre en concordancia con la Constitución de Montecristi, buscando la democratización del capital y los medios de producción.

⁴¹ Núñez Rivadeneira, P. A. (2013). Revni: Alternativa De Financiamiento Para Pequeñas Y Medianas Empresas (Pymes) En Ecuador. (Tesis Pregrado). Pontificia Universidad Católica Del Ecuador.

3.2.1 Principales cambios con la vigencia de la Ley orgánica para el fortalecimiento y optimización del sector societario y bursátil

Mediante esta ley se plantean varios cambios a la ley del mercado de valores, entre los principales cambios aplicados tenemos:

- Transformación de la naturaleza jurídica de las bolsas de valores, que pasan a ser sociedades sin fines de lucro a sociedades anónimas de capital privado que cotizan sus acciones en el mercado de valores; pues se busca que las bolsas de valores puedan tener más propietarios además de las casas de valores, contribuyendo al crecimiento y rentabilidad de las bolsas al contar con más accionistas, abriendo la posibilidad tanto a inversionistas nacionales como extranjeros.

Esto se hace siguiendo la tendencia mundial en cuanto a la desmutualización de las bolsas de valores, pasando de ser entidades sin ánimos de lucro a entidades lucrativas donde la propiedad de las mismas pertenece al público general que desea invertir en la misma; medida que creemos acertada pues contribuye al crecimiento de las bolsas convirtiéndolas en sociedades mercantiles rentables para los inversores, lo que contribuye también al mejoramiento del servicio prestado por la bolsa.

- Oferta Pública de adquisición (OPA) se entiende una OPA como *“oferta pública de adquisición” u “oferta”: oferta pública dirigida a los titulares de valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objetivo o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al derecho nacional”*⁴², esta oferta de adquisición puede ser tanto hostil como amistosa dependiendo de la coincidencia o no de los intereses

⁴² Comisión Europea. Propuesta De Directiva Del Parlamento Europeo Y Del Consejo Relativa A Las Ofertas Públicas De Adquisición (2002).

entre la persona natural o jurídica que realiza la oferta y los administradores o accionistas de la empresa que se busca adquirir.

Por regla general los administradores y accionistas que cuentan con control de la empresa consideran cualquier tipo de adquisición como hostil, pues con la toma de control de la empresa la mayoría de las ocasiones viene acompañado de cambios en el control social, sin embargo, los accionistas que forman parte de la empresa con miras de inversión suelen beneficiarse de este tipo de adquisidores públicas, pues los valores establecidos para la adquisición se establecen de modo que tanto los accionistas mayoritarios como minoritarios no vean afectados sus intereses económicos.

La implementación de esta figura en la ley del mercado de valores, representa un paso adelante en la legislación bursátil, pues antes no existía esta figura en la normativa legal, por lo que no se debe confundir la oferta pública de adquisición con oferta pública de valores, donde se realiza una propuesta pública para negociar valores, pero con la distinción de que la misma es realizada por la empresa emisora para poder colocar sus valores en el mercado.

- Creación de la banca de inversión y fondos cotizados

Mediante la creación de bancas de inversión, se busca que las casas de valores (como intermediarios de valores), se especialicen en la búsqueda de alternativas para el financiamiento de las empresas y opciones de inversión para los agentes con superávit mediante el mercado de valores, para lo cual podrán realizar estructuración de procesos de emisión de valores, actividades de hacedor de mercado (market maker) con valores de renta fija o renta variable, para lo cual deberán contar con la debida capacidad técnica, jurídica y de personal; para poder realizar actividades de banca de inversión, las casas de valores y el BIESS (Banco del instituto ecuatoriano de seguridad social) son las únicas autorizadas para hacerlo

Fondos cotizados: los cuales son una clase de fondos de inversión donde el patrimonio común de los inversionistas únicamente se puede invertir en valores que se encuentren en cotización bursátil, con el fin de promover la inversión de títulos valores en el mercado.

- Creación del Registro especial bursátil (REB): Con la creación del REB se elimina el RENVÍ que era el mecanismo utilizado por las pymes que buscaban incursionar en el ámbito bursátil, a través del REB se crea como un segmento permanente del mercado de valores, para la negociación de valores de las pymes y las organizaciones de economía popular y solidaria.

3.2.2 El Registro especial bursátil (REB)

En el artículo innumerado a continuación del artículo 51 de la ley del mercado de valores, se crea el Registro especial bursátil (REB)

Artículo innumerado “como un segmento permanente del mercado bursátil en el cual se negociarán únicamente valores de las empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas y de las organizaciones de la economía popular y solidaria que por sus características específicas, necesidades de política económica y el nivel de desarrollo de estos valores y/o sus emisores ameriten la necesidad de negociarse en un mercado específico y especializado para esos valores, y siempre que se observe la regulación diferenciada establecida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera y se cuente con la autorización de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Con la creación del REB, se busca incentivar la participación de nuevos actores tanto del sector de la pequeña y mediana empresa (pymes) como del sector popular y solidario, de modo que se amplíe el número de emisores y valores en el mercado bursátil, contribuyendo al crecimiento tanto de las entidades participantes, como del mercado bursátil mismo.

Además, mediante la creación del REB, como un Mercado Alternativo para la participación de las pymes, siguiendo el ejemplo de países tanto europeos como latinoamericanos, que han implementado mercados alternativos para las pymes con la finalidad de fomentar su acceso al mercado bursátil formal, además de satisfacer la necesidad de alternativas de financiamiento para las pymes.

Sin embargo, a pesar de que la ley de optimización del sector societario y bursátil entro en vigencia el 20 de mayo del 2014 (creando el REB) este mecanismo no podía ser aplicado, pues en el artículo innumerado en el que se crea el REB, únicamente se da una descripción del mismo y las entidades que podrán utilizarlo, empero dentro la ley del mercado de valores no existe regulación específica de cómo será el funcionamiento del mismo, pues como señala la norma será la propia junta de regulación monetaria y financiera, la que se encargara de crear, mediante resoluciones normas específicas para poder regular su funcionamiento.

En base esto la junta de regulación monetaria y financiera, mediante resolución No 210- 2016 –V del 12 de febrero del 2016 expide las normas que se encargaran de regular el funcionamiento del registro especial bursátil (REB).

3.2.2.1 Normas que rigen el funcionamiento del Registro Especial Bursátil (REB)

Con el objetivo de regular el funcionamiento del REB, como aquel segmento del mercado bursátil que funcionara mediante un régimen normativo específico y diferenciado para las necesidades de las pymes y las entidades de economía popular y solidaria, se expiden las normas aplicables mismo, mediante resolución 210 - 2016- V de la junta de regulación monetaria y financiera, dentro de esta resolución los aspectos más importantes de la misma son:

Definición del REB y objeto de la resolución: De la misma manera que mediante la ley de optimización del sector societario y bursátil se incorpora la figura del REB en la ley del mercado de valores, en la resolución 210 -2016 –V, se define al REB como;

aquel segmento permanente del mercado bursátil que se crea con el objeto exclusivo de poder negociar los valores que emitan las pymes y las organizaciones de economía popular y solidaria; además en esta resolución se establece el objetivo de la misma, el cual no es otro que expedir las normas y establecer el régimen específico mediante el cual funcionara el REB.

Inscripción de emisores y prohibiciones de inscripción: Es necesario que los emisores y sus valores, se inscriban tanto en el catastro público del mercado de valores, como en el registro de una de las bolsas de valores previo a poder negociar valores en el REB, además los valores que se negocien mediante oferta pública requerirán de la autorización de la superintendencia de compañías, valores y seguros; en este punto es importante recordar que con el antiguo mecanismo conocido como REVNI, para hacer uso de dicho mecanismo no era necesaria la inscripción en el catastro público, ni en la bolsa, empero en el REB los emisores están exentos del pago de tarifas de inscripción y mantenimiento tanto del catastro público, bolsa de valores como del tarifas en caso de oferta pública.

Sin embargo, los valores que cumplan los requerimientos para ser negociados en el REB, únicamente podrán ser negociados en dicho segmento, de igual manera para los valores que cumplan los requerimientos de otros segmentos del mercado bursátil, ajenos al REB no podrán ser negociados en el mismo.

Entidades emisoras que pueden participar en el REB: Se señala cuáles son las entidades que pueden participar como emisores en el REB, por lo que se establece los parámetros con los cuales una empresa puede considerarse como una pyme; como se explicó con anterioridad debido a discordancias en la normativa interna con respecto a los parámetros para la definición de las pymes, el artículo 6 de esta resolución fue reformado el 8 de febrero del 2017, mediante resolución No 332-2017- V, definiendo de manera pormenorizada que es una pequeña empresa, mediana empresa, además de añadir nuevas organizaciones del sector popular y solidario que pueden actuar como emisores.

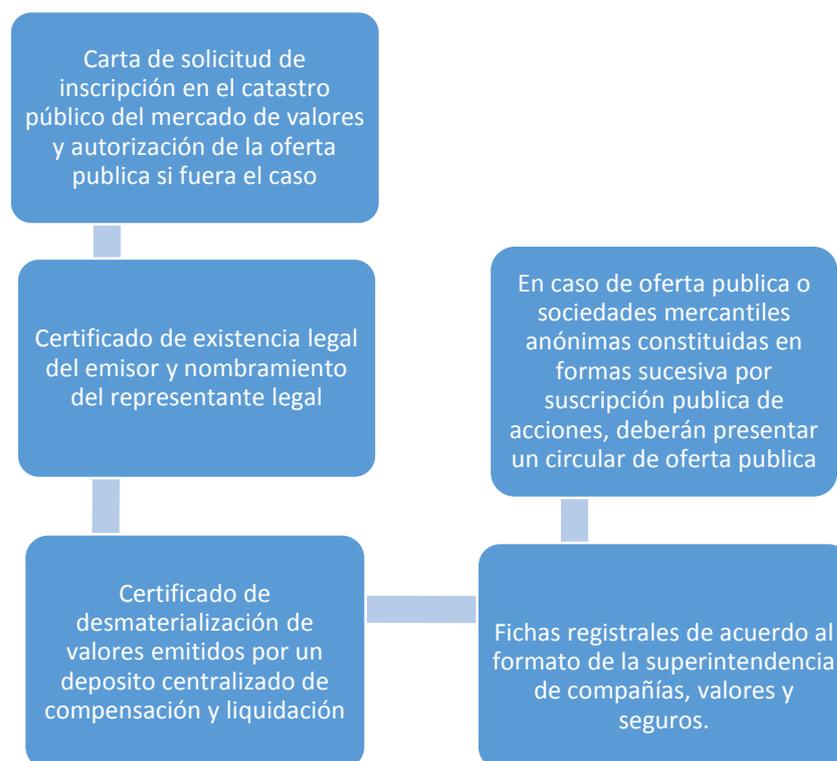
Inversionistas que pueden negociar en el REB: Debido a la naturaleza del registro especial bursátil únicamente los inversionistas calificados e inversionistas institucionales pueden adquirir los valores que se negocian en el REB, para efectos de la normativa específica del REB la resolución define en sus artículos 8 y 9, lo que se entenderá como inversionistas institucionales y calificados.

“Artículo 8.- Inversionistas institucionales: Son las instituciones del sistema financiero públicas o privadas, instituciones de seguridad social, mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda, cooperativas de ahorro y crédito que realicen intermediación financiera, cajas centrales, compañías de seguros y reaseguros, corporaciones de garantía y retrogarantía, sociedades administradoras de fondos y fideicomisos.

Esto además de las entidades que la junta de regulación política y financiera señale, en virtud de que su giro principal sea la inversión en valores o bienes y tenga un volumen que supere los US\$ 20.000.000.”

“Artículo 9.- Inversionistas calificados: Son aquellos que cuentan con la experiencia y/o conocimientos necesarios para comprender evaluar y administrar de forma adecuada los riesgos que conlleva cualquier decisión de inversión en materia de mercado de valores “

Esquema 9: Requisitos para participar en el REB



Fuente: Artículo 11 de la resolución 210 -2016 -V (Normas aplicables al Registro especial bursátil (REB))

Elaboración: David Solano

Una vez cumplidos los requisitos para formar parte del registro especial bursátil, las entidades emisoras deberán cumplir con los requerimientos de información (Estados financieros debidamente auditados, hechos relevantes, ficha registral) solicitada por la superintendencia respectiva.

Valores que se pueden negociar en oferta pública en el REB: Las entidades que formen parte del REB como entes emisores (pymes y organizaciones de economía popular y solidaria) podrán negociar mediante oferta pública primaria los siguientes valores:

- I. Acciones : Como señala Córdova (2011)⁴³ las acciones son aquellos títulos de propiedad que representan una parte alícuota del patrimonio de una sociedad y la

⁴³ Córdova Padilla, M. (2015). *Mercado de Valores* (Ecoe). Bogotá.

participación en el capital suscrito , estos tienen carácter negociable y son nominativas e indivisibles; son utilizadas por las sociedades como mecanismo para captar recursos del público.

- II. Obligaciones de largo plazo: De la misma manera que las acciones, las obligaciones son un mecanismo de las sociedades para captar recursos del público, las mismas que pueden ser emitidas por las sociedades debidamente facultadas, estos son “*valores representativos de una deuda, que el emisor reconoce o crea, y que son exigibles según las condiciones de emisión*”⁴⁴, se consideran como obligaciones de largo plazo aquellas que tienen un vencimiento mayor a 360 días desde su emisión.
- III. Obligaciones Convertibles en acciones: A través de esta figura las compañías emiten obligaciones, que de acuerdo a la voluntad del titular o tenedor se puede exigir entre el pago de acuerdo a las condiciones establecidas en la obligación, o la conversión de dicha obligación en acciones de la empresa emisora, para lo cual debe establecerse cuál será el factor de conversión (obligación – acción) en momento de la emisión de las obligaciones; beneficiándose la sociedad con la disminución de su pasivo y el aumento del capital
- IV. Papel Comercial: De acuerdo a la ley del mercado de valores, se entiende como papel comercial aquellas obligaciones de corto plazo con garantía general (vencimiento menor a 360 días), la cual no requerirá escritura pública, pero si con la respectiva calificación de riesgo.

Además de los valores señalados anteriormente, se podrán negociar en el REB los valores de inscripción genérica que de acuerdo a las normas de REB, son aquellos títulos que emiten tanto las pymes como las entidades de economía popular y solidaria dentro del giro ordinario del negocio como es el caso de las facturas comerciales, pagares, letras de cambio, etc.

Calificación de Riesgo en el REB: La calificación de riesgo de valores que se negocien en el registro especial bursátil, es opcional y es facultad del emisor de dichos valores el optar o no por la calificación de riesgo, considerando que los valores que

⁴⁴ Albán Gómez, E. (1994). Régimen del mercado de valores. Quito.

cuenten con la debida calificación de riesgo siempre serán más apetecidos de cara al inversionista.

Por ultimo en cuanto a los beneficios tributarios con el uso del registro especial bursátil (REB), la ley orgánica de optimización del sector societario y bursátil estableció beneficios de carácter tributario tanto para emisores como para inversores pues en la disposición transitoria decima sexta se dispone:

Beneficios para entidades emisoras

- Para el cálculo del anticipo al impuesto a la renta, de las empresas no financieras, en lo que respecta a patrimonio no se consideraran los valores correspondientes a aumentos de capital efectuados por suscripción pública de acciones en el REB o en las bolsas del país.
- Para determinar la base imponible sujeta a impuesto a la renta, las empresas no financieras que dentro del giro de su negocio hayan aceptado facturas comerciales negociables de acuerdo a lo establecido a la ley, y que hayan sido negociadas en el REB o en las bolsas del país, podrán deducir un 0.5 adicional del valor de las facturas negociadas.
- Para determinar la base imponible sujeta a impuesto a la renta, las empresas no financieras tendrán derecho a la deducción del 50 % adicional de los gastos que se incurran en la emisión de deuda o procesos de titularización de activos en el REB o en las bolsas de valores del país

Beneficios para inversores

- Para fines de determinación y liquidación del impuesto a la renta, estarán exoneradas las ganancias de capital de fideicomisos mercantiles de inversión, fondos de inversión, complementarios y acciones, siempre que sean valores de renta variables negociados en el REB o en las bolsas de valores del país.

- Como señala Balda (2014)⁴⁵ con el objetivo de incentivar la inversión extranjera en el mercado bursátil, estarán exentas del pago del impuesto a la salida de divisas sobre el capital y rendimientos las inversiones que se mantengan durante al menos un año.
- Y por último un incentivo tributario que en base a la situación puede beneficiar tanto al emisor como al inversor pues, tendrá tarifa cero de impuesto al valor agregado (I.V.A) las comisiones por servicios bursátiles, que presten las casas, bolsas de valores, Depósitos en Compensación y Liquidación, y Administradores de Fondos y Fideicomisos que participen en el mercado de valores.

3.3 Los mercados alternativos o segundos mercados.

Como podemos constatar, la dificultad de acceso al financiamiento del sector de la pequeña y mediana empresa, es un inconveniente que se ha presentado en mayor o menor medida en todos los países analizados anteriormente, pues el acceso a los mercados bursátiles, debido a los requerimientos para su ingreso es un sector considerado exclusivo para las grandes sociedades.

Por este motivo nacen en Europa en la década de 1980, los conocidos como mercados alternativos, secundarios o segundos mercados, con el objetivo de llenar ese hueco en el sector bursátil donde únicamente participan las grandes empresas, planteándose como una solución a este inconveniente para las pymes, países como Gran Bretaña y Francia son los precursores en el uso de este tipo de mercados.

Cuando hablamos de segundos mercados como señala Hierro (2001)⁴⁶ entendemos como aquel mecanismo que nace en Europa, como una alternativa para que las pequeñas y medianas empresas pueden participar y cotizar en las bolsas de valores, donde en beneficio de la pymes existe una regulación más flexible en cuanto a condiciones de acceso a las entidades emisoras.

⁴⁵ Balda Santistevan, R. E. (2014). Principales Cambios En La Legislación Ecuatoriana De Mercado De Valores. Un Análisis En Tres Ejes. *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores*.

⁴⁶ Hierro Anibarro, S. (2001). El nuevo mercado de valores tecnológicos. Madrid.

3.3.1 AIM Alternative Investment Market

En estos países europeos nace en gran Bretaña, el que puede ser considerado el mercado secundario con más éxito y del que se tomaría como ejemplo para la creación de mercados parecidos en varios países del mundo, este mercado conocido como Alternative Investment Market o por sus siglas AIM, nace en el año de 1995 en la bolsa de valores de Londres, entidad que se encarga de su control y regulación. Esta regulación se realiza acorde a las características propias de las pymes, como es la reducción de costes en el pago de tasas y tarifas, pero un aspecto fundamental de dicho mercado es que las compañías que participen en el mismo debieran aplicar en su administración las prácticas de buen gobierno corporativo, además en el AIM se aplica la figura de market maker en busca de otorgar liquidez y celeridad en las negociaciones.

El éxito que tuvo el AIM en gran Bretaña, le permite funcionar con un gran número de compañías que cotizan en este mercado alterno; a pesar de haber iniciado con únicamente diez empresas, hoy en días más de mil (1000) compañías cotizan en esta bolsa y más de 3500 compañías han participado en el AIM desde su creación en junio de 1995.⁴⁷

De acuerdo a Stuttard (2015)⁴⁷ en la actualidad el AIM engloba a distintas compañías de más de cien (100) países distintos, cuarenta (40) sectores productivos distintos y una capitalización bursátil que combinada suma más de setenta billones de libras esterlinas, convirtiéndolo en el mercado alternativo bursátil diseñado para las pymes más exitoso.

Creemos que la clave de su éxito es la gran base de inversionistas con la que cuenta incluyendo a inversionistas no institucionales o no calificados, el interés internacional que ha generado este mercado, le ha permitiendo un crecimiento tanto en inversores

⁴⁷ Stuttard, M. (2015). A Guide to AIM. *London Stock Exchange*.

como de compañías que participan en el mismo, además el ser un mercado diseñado para que cualquier tipo de pymes pueda participar con independencia del sector productivo al que pertenece, pues en la actualidad se crean mercados alternativos pero con un enfoque a los sectores tecnológicos lo que disminuye su capacidad de crecimiento.

Además, tiene gran importancia en el AIM la figura del nominated adviser (Nomad) o asesor registrado, como parte esencial del correcto funcionamiento del mercado alternativo, pues el enfoque normativo en cuanto a criterios y requisitos para el acceso al mismo, no tienen su base en el tamaño, capital o historial de la empresa, por consiguiente se busca que sea la empresa la que demuestre que cumple con criterios de idoneidad y capacidad para poder participar en un mercado público, puesto que una vez admitido en este tipo de mercado las responsabilidades de la empresa aumentan, contribuyendo en el progresivo crecimiento de la empresa emisora mientras participa del AIM, siendo el asesor registrado el encargado de constatar que tanto la empresa como el directorio del mismo son idóneos para participar en el mercado.

“Según la norma vigente, puede ser asesor registrado en este mercado (nominated advisers) una sociedad financiera con dos años de experiencia en operaciones corporativas, que cuente entre sus empleados con cuatro o más ejecutivos cualificados y que haya sido asesor en tres operaciones relevantes. Una vez que cumplan con todos estos requisitos debe ser aprobada su entrada por el London Stock Exchange y pasan a formar parte en un registro al efecto. Entre las principales responsabilidades que tienen los asesores registrados está la de actuar de intermediario entre la bolsa y la empresa emisora, certificar la idoneidad del emisor para entrar en el mercado y, tras la admisión, comprobar que el emisor cumple las normas vigentes y verificar los documentos que se entregan.”⁴⁸

⁴⁸ Pérez López, C., & Palacín Sánchez, M. J. (2009). Por qué cotizar en los mercados bursátiles para pymes en Europa. *Estrategia Financiera*.

Por lo tanto, el asesor registrado forma parte fundamental del proceso de admisión de una empresa en el AIM, encargándose de brindar asesoraría a la empresa que busca participar en la bolsa, tanto el momento de su ingreso (aconsejando y supervisando la salida de la empresa en bolsa) como después de su ingreso mientras permanezca en el mismo, la importancia que toma esta figura en materia de asesoría, hace que la selección se la realice considerando, la experiencia que tiene el asesor en el campo en el que se desenvuelve la empresa, puesto llevara una relación de largo plazo con la misma.

3.3.2 El sistema francés “Alternext”

El “Alternext” es creado en mayo del 2005 por Euronext que no es más que una bolsa de valores europea que nace de la fusión de las principales bolsas de Francia, Holanda, Portugal, Belgica y posteriormente se uniría el “LIFFE” (London International Financial Futures and Options Exchange) ingles, este mercado nace con el objetivo de facilitar el acceso de las pymes al mercado bursátil, para lo cual se facilitan ciertas condiciones de acceso. En la actualidad este mercado *“con 10 años de historia ha conseguido consolidar un mercado de 200 compañías (su máximo histórico), con un valor de más de 13.000 millones de euros”*⁴⁹

Algunas de las condiciones de acceso son un capital de 2.5 millones en caso de oferta pública de títulos y 5 millones en caso si se realiza a través de colocación privada, o la admisión directa en caso de compañías que coticen en otros mercados,⁴⁸ la designación de un asesor registrado conocido en el Alternext como listing sponsor, que comparte varias similitudes con el sistema de asesor registrado del AIM, debiendo cumplir los requisitos de admisión señalados por Euronext para poder formar parte del registro de asesores correspondiente, en cuanto a sus funciones como señala Perez y Palacín (2010)⁴⁸ se encargan de actuar como intermediario entre la bolsa y la sociedad emisora,

⁴⁹ Rovira, J. (2016). MAB: Una alternativa de financiación en consolidación. *Instituto de Estudios Financieros (IEF)*.

constatando la idoneidad de la empresa para participar en un mercado público, además de constatar el cumplimiento de los requisitos legales y documentales para la admisión.

Como podemos constatar la figura del asesor registrado, es una pieza fundamental de los principales mercados alternativos instaurados en Europa, pues el tanto en el AIM, Alternext como incluso en el MAB español, se ha optado por dejar de lado condiciones y requerimientos que con el paso del tiempo pueden considerarse como caducos, y se ha optado por mecanismos de control tanto externos (asesores registrados) como internos (implementación de prácticas de buen gobierno corporativo), para hacer frente a la regulación menos estricta inherente de este tipo de mercados “*Una regulación más light para impulsar los mercados alternativos obliga a que entren en juego otros mecanismos para garantizar que el mercado funcione correctamente y sobre todo que las empresas y todos los agentes intervinientes se comporten como deben*”⁵⁰

En este punto es importante recalcar que en el caso del registro especial bursátil ecuatoriano, se ha optado por aumentar la intervención pública en cuanto a la regulación de alternativas de financiamiento para pymes en el mercado bursátil, dejando de lado la alternativa REVNI (Creado por las bolsas de valores); de acuerdo a Palacín y Pérez (2016) el aumento en la regulación/reglamentos ha resultado menos eficaz que las fuerzas del mercado para reducir las asimetrías de información, señala que la finalidad en la regulación de los mercados alternativos, debería enfocarse en señalar directrices para los mecanismos de control internos como externos, resultando de vital importancia la figura del asesor registrado y el auditor, no presentes en el caso del REB ecuatoriano.

⁵⁰, M. J., & Pérez-López, C. (2016). La regulación de los mercados alternativos bursátiles: ¿clave del éxito? *Estudios*.

4.0 Conclusiones

Al analizar las disposiciones, tanto de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, como del Código Orgánico Monetario y Financiero, es clara que la intención tanto del gobierno como del legislador, es la eliminación de las políticas neoliberales adoptadas en los gobiernos anteriores, donde tanto el sector bancario como el sector bursátil, tenían amplias facultades de autorregulación.

Por lo tanto, el nuevo modelo económico del gobierno, tiene por objetivo el aumento y fortalecimiento en la regulación y control del sector financiero, en busca de que los excedentes se puedan canalizar de manera eficiente a los sectores productivos, y que el mercado de valores pueda ser empleado, no como una herramienta para satisfacer los intereses privados, sino como una herramienta necesaria, para democratizar la propiedad de las empresas permitiendo el acceso al público.

Con la finalidad de incrementar el papel del órgano ejecutivo, en cuanto a la regulación de las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria, se crea la Junta de política y regulación monetaria y financiera que forma parte de la función ejecutiva y que se encuentra conformada por ministros, delegados y miembros de instituciones públicas, dejando apartado totalmente al sector privado, pues de acuerdo a la Constitución, no podrán ser miembros de organismos de control o regulación quienes tenga intereses en las áreas reguladas, empero creemos que al igual que las superintendencias el sector privado debería poder participar de las deliberaciones con voz pero sin voto.

Un aspecto importante a destacar en cuanto a la Junta de política y regulación monetaria y financiera, es que además de las amplias atribuciones que posee dicho organismo, la disposición general novena elimina la responsabilidad de los miembros de la junta, de los actos o resoluciones realizadas en el ejercicio de sus funciones, pues toda acción judicial a título personal deberá ser desechada. (Exceptuando las iniciadas por fiscalía por delitos de administración pública y la acción de repetición).

Examinando el proyecto de ley del código orgánico monetario y financiero, la ineficacia de las acciones judiciales de los miembros de la junta, se encontraba regulado en el inciso segundo del artículo 22, sin embargo en el informe del segundo debate, se deja claro que dicho artículo es inconstitucional, pues contradice el artículo 233 de la Constitución, que señala de manera expresa que ningún funcionario público, estará exento de responsabilidad de los actos realizados en el ejercicio de sus funciones, por esta razón se eliminó el inciso segundo del artículo 22 en el proyecto de ley, empero es curioso constatar que la ineficacia de las acciones judiciales contra los miembros de la junta, permaneció en el proyecto de ley final, que fue publicado en el registro oficial en la disposición general novena, de dicho cuerpo normativo.

En cuanto a la situación del mercado de valores ecuatoriano, son varios los factores que impiden su despunte, como es la preferencia de los inversionistas hacia los títulos de renta fija por la seguridad que ofrecen, con tasas de interés pactadas y rendimientos fijos; por sobre los títulos de renta variable, que contribuyen al financiamiento de los sectores productivos y permiten el correcto desarrollo del mercado secundario de valores; lo que provoca los títulos valores más apetecidos por los inversores sean certificados de tesorería, certificados de inversión y bonos del estado, es decir títulos del estado y del sector financiero.

Otro aspecto es la coyuntura tanto política como económica que atraviesa el Ecuador, tampoco ha contribuido al desarrollo del sector bursátil, pues como señalamos este sector es un barómetro de la situación de un país, y el periodo de recesión que atraviesa el Ecuador provocado por bajos precios del petróleo, salvaguardas, apreciación del dólar, etc. no ha contribuido a su crecimiento.

Por ultimo queremos destacar la inseguridad jurídica que se presenta en el Ecuador, debido a los innumerables cambios legislativos tanto bursátiles, tributarios, arancelarios, etc. que provocan una situación de expectación tanto en los inversores como los emisores, pues a las reformas al sector bursátil realizadas el 20 de mayo de 2014 con la ley orgánica de fortalecimiento del sector societario y bursátil, donde se creó la “Junta de Regulación del Mercado de Valores”; tenemos que sumar las

reformas realizadas 4 meses después, concretamente el 12 de septiembre del 2014 con el Código orgánico monetario y financiero donde se elimina la junta antes mencionada para dar paso a la nueva “Junta de política y regulación monetaria financiera”.

Por otro lado la junta en menos de un año reforma las normas que regulan el funcionamiento del registro especial bursátil (REB), un segmento del mercado bursátil enfocado en las pequeña y mediana empresa, pues en la primera resolución se deja de lado a la mediana empresa, demostrando la falta de armonización en los criterios para clasificar las pymes, pues no se considera una norma supranacional, como es la decisión 702 de la Comunidad Andina, ni la normativa interna con el reglamento del código orgánico de la producción, comercio e inversión, disposiciones que debían considerarse al momento de establecer un criterio de clasificación para las pymes, denotando la poca coherencia de esta resolución con el resto del ordenamiento jurídico vigente. Estas situaciones además de crear inseguridad jurídica, añade capas de complejidad para los entes que intervienen en el mercado impidiendo su desarrollo.

En lo que respecta a la pequeña y mediana empresa (Pyme), su importancia en la economía de los países esta fuera de toda duda pues sus aportes a la generación de empleo formal, contribución al PIB, y la flexibilidad característica de este tipo de empresas, obliga a los estados a la formulación de políticas que impulsen su crecimiento y contribuyan a enfrentar las limitaciones que tienen estas empresas debido a su tamaño.

El principal de los inconvenientes que enfrentan este tipo de empresas, es la dificultad de acceso al financiamiento, pues el acceso al mismo está supeditado a la entrega de información tanto contable, financiera, jurídica debidamente auditada: requisito de vital importancia en el mercado bursátil donde la entrega de información completa y oportuna es fundamental, empero la informalidad que caracteriza a las pymes dificulta el contar con los requisitos de acceso al financiamiento, pues conlleva mayor capacidad de gestión en la administración, prácticas eficaces de buen gobierno corporativo, aumento de personal etc.

En virtud de esto se crea el Registro especial bursátil (REB) como una alternativa de financiamiento de las pymes en el mercado bursátil, con la finalidad de impulsar su participación en este mercado a través de beneficios directos como la disminución de los requerimientos de participación, vemos la creación del REB como un paso adelante pues es necesario que las pymes cuenten con alternativas de financiamiento además del sector bancario.

Sin embargo, creemos que la formulación de políticas que aminoren los requisitos que deben cumplir los participantes del mercado debe venir acompañado de mecanismos de control tanto internos (correcto manejo corporativo de la empresa) como externos como en los casos aplicados en otros países donde el asesor registrado certifica la idoneidad de la empresa para emprender en el sector bursátil y verifica el cumplimiento de las normas una vez participa del mismo.

Bibliografía

Arellano, F., & Loffredo, J. P. (2012). *Guía didáctica de la Bolsa de Valores de Guayaquil*. (Guayaquil: Bolsa de Valores, Ed.) (4th ed.).

Albán Gómez, E. (1994). Régimen del mercado de valores. Quito.

Baldeón Ríos, J. F. (2009). *Aspectos Generales del Mercado de Valores de Quito* (El Cid Edi). Quito.

Balda Santistevan, R. E. (2014). Principales Cambios En La Legislación Ecuatoriana De Mercado De Valores. Un Análisis En Tres Ejes. *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores*.

Cabanellas, G. (1997). *Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual*. Buenos Aires: Editorial Heliasta.

Córdoba, M. (2015). Mercado de valores. Bogotá, CO: Ecoe Ediciones.

Comisión Europea. Propuesta De Directiva Del Parlamento Europeo Y Del Consejo Relativa A Las Ofertas Públicas De Adquisición (2002).

Código Orgánico Monetario y Financiero (COMYF), Segundo Suplemento del Registro Oficial No. 332 de 12 de septiembre de 2014, Disposición General Novena

Constitución de la República del Ecuador, Registro Oficial 449 de 20 de octubre del 2008, artículo 213

Cevallos, V. (1997). *Mercado de Valores y Contratos*. Quito: Editorial Jurídica del Ecuador.

Chiriboga Valdivieso, C. B. (2006). *Mercado de Valores*. Loja.

El “Missing Middle” y los bancos. (2014). *Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN)*.

González Torre, R. (2003). El Reporto Bursátil En La Legislación Nacional, 10.

Hierro Anibarro, S. (2001). El nuevo mercado de valores tecnológicos. Madrid.

Hidalgo Ayala, X. (2015). Matías Zerges presenta en Nueva York la iniciativa Bolsa Emergente de Chile. *Impacto New York*.

López G., L. (2015). Calificadoras de Riesgo. *Pacific Credit Rating*.

Ley de Compañías, registro oficial 312 de 05 de noviembre de 1999, Artículo 431

La titulización de créditos a pymes en Iberoamérica. (2007). *Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores*.

- Las micro financieras son la respuesta para las Pymes? (2016). BBVA Bancomer.
- Ministerio de Industrias y Productividad. (2012). Alternativas al financiamiento del mercado de valores.
- M. J., & Pérez-López, C. (2016). La regulación de los mercados alternativos bursátiles: ¿clave del éxito? *Estudios*.
- Madura, J. (2003). *Financial markets and institutions*. (Thomson Ma). New York.
- Núñez Rivadeneira, P. A. (2013). Revni: Alternativa De Financiamiento Para Pequeñas Y Medianas Empresas (Pymes) En Ecuador. (Tesis Pregrado). Pontificia Universidad Católica Del Ecuador.
- Pavón Cuéllar, L. I. (2016). Inclusión financiera de las pymes en el Ecuador y México. Financiamiento Para El Desarrollo.
- Pérez López, C., & Palacín Sánchez, M. J. (2009). Por qué cotizar en los mercados bursátiles para pymes en Europa. *Estrategia Financiera*.
- Rosero, L. (2010). El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: una aproximación. *Ecuador Debate*, 23–34.
- Ruiz Torres, G. (2005). El Contrato de Underwriting.
- Rovira, J. (2016). MAB: Una alternativa de financiación en consolidación. *Instituto de Estudios Financieros (IEF)*.
- Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (2010). *Economía con Aplicaciones a latinoamerica* (19th ed.). Mexico.
- Stuttard, M. (2015). A Guide to AIM. *London Stock Exchange*.
- Suárez, A. (2006). *Decisiones óptimas de inversión y financiación*. (Pirámide, Ed.). Madrid.