FACULTAD DE DERECHO

ANÁLISIS DE LA EFICIENCIA DEL MARCO LEGAL Y REGULTARIO PARA EL ACCESO DE LAS PYMES AL MERCADO DE CAPITALES

Trabajo de titulación presentado en conformidad con los requisitos establecidos para optar por el título de Abogada de los Tribunales y Juzgados de la República.

Profesor Guía

Doctor Juan Isaac Lovato

Autora

Catalina Beatriz López Chávez

Año

2013

DECLARACIÓN DEL PROFESOR GUÍA

Declaro haber dirigido este trabajo a través de las reuniones periódicas con la estudiante, orientando sus conocimientos y competencias para un eficiente desarrollo del tema escogido y dando cumplimiento a todas las disposiciones vigentes que regulan los Trabajos de Titulación.

……

Dr. Juan Isaac Lovato

CC. 1706889324

DECLARACIÓN DE AUTORÍA DEL ESTUDIANTE

Declaro que este trabajo es original, de mi autoría, que se han citado las fuentes correspondientes y que en su ejecución se respetaron las disposiciones legales que protegen los derechos de autor vigentes

……

Catalina Beatriz López Chávez

CC. 1715707871

AGRADECIMIENTOS

Agradezco de manera especial y sincera al Doctor Juan Isaac Lovato por haber aceptado el dirigir este trabajo de titulación bajo su dirección y a la Universidad de las Américas y a sus docentes por haber transmitido los conocimientos adquiridos.

DEDICATORIA

A mi familia Katia, Rodrigo, Sofía, Idalia, Fausto, por su paciencia y su apoyo incondicional en mi formación personal como profesional, este trabajo ha sido posible gracias a ellos.

RESUMEN

El mercado de valores en nuestro país tradicionalmente ha sido empleado por las grandes empresas, la normativa vigente reconoce varios derechos y obligaciones que tienen las Pymes.

En el presente trabajo se analizaron los segundos mercados y los nuevos mecanismos que se emplean en Europa. Mediante datos estadísticos se pudo visualizar cuáles son las principales actividades que desarrollan las Pymes en el país, cuáles son los mecanismos a los que pueden acceder y que tan beneficiosos resultan ser para este tipo de empresas.

El Mercado Alternativo Bursátil de España, fue creado para que pequeñas y medianas empresas puedan llegar a cotizar valores en Bolsa, en base a este mecanismo se ha realizado uno similar con la finalidad de que sea aplicable en el Ecuador y así las Pymes puedan acceder, al igual que grandes empresas a la Bolsa.

Para fomentar el mercado de valores en nuestro país es importante que en él intervengan nuevos actores como son las Pymes. Es menester brindar mayor capacitación a los pequeños y medianos empresarios y con el uso de mecanismos alternativos que cuenten con requisitos distintos para que las Pymes se vean atraídas de cotizar sus valores en Bolsa y beneficiarse de un financiamiento menos costoso de acuerdo a sus posibilidades y así puedan cumplir con los inversionistas debidamente.

ABSTRACT

The stock market in Ecuador has traditionally been used by large companies; current legislation recognizes various rights and obligations of SMEs.

In this paper we analyzed second markets and new mechanisms that are used in Europe. Using statistical data, it was possible visualized which mainly activities develop SMEs in the country, what are the mechanisms that can be accessed and see whether they are beneficial for these businesses.

The Alternative Investment Market of Spain was created for small and medium enterprises to get values listed on the stock market . Based on this mechanism, it has been made a similar Alternative Investment Market in order to be applicable in Ecuador for SMEs to access, as same as large companies, to the stock market.

It is important that new players intervened in the stock market, such as SMEs to promote the market in our country, should provide more training to small and medium enterprises and the use of alternative mechanisms that have different requirements for SMEs are see attracted to list its securities on the stock exchange and benefit from cheaper financing according to their abilities so they can meet investors properly.

ÍNDICE

Introducción 1
CAPÍTULO I 3
1. ESQUEMA DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO Y NORMATIVA VIGENTE QUE AMPARA A LAS PYMES 3
1.1 El Mercado de Valores ecuatoriano. 3
1.1.1 Consejo Nacional de Valores. 3
1.1.2 Casas de Valores. 6
1.1.3 Emisores e inversores 8
1.2 Normativa en el Ecuador que involucra a las Pymes. 10
1.2.1 Constitución de la República del Ecuador. 10
1.2.2 Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones. 10
1.2.3 Ley Orgánica de Economía Popular y Solidaria del Sistema Financiero. 13
1.2.4 Ley de Mercado de Valores y creación del mercado REVNI a través de esta norma. 14
CAPÍTULO II 17
2. DESARROLLO DE LOS SEGUNDOS MERCADOS 17
2.1 Nociones básicas de los segundos mercados. 17
2.2 Aclimatación al mercado bursátil e inclusión de nuevos actores 18
2.2.1 Creador de mercado. 18
2.2.2 Capital de Riesgo. 20
2.2.3 Autorregulación. 21
2.2.4 Asesor. 22
2.3 Utilidades y beneficios de los segundos mercados. 23
2.4 Financiamiento, a través el mercado de valores, a los sectores que tienen barreras de entrada para acceder al mercado bursátil. 23
2.5 Descripción de los procesos implementados en Europa. 24
2.5.1 Segundo mercado bursátil Reino Unido. .....
2.5.2 Segundo mercado bursátil francés. 27
2.5.3 Segundo mercado bursátil español. 29
CAPÍTULO III 32

3. FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES EN BOLSA DE VALORES. 32
3.1 Concepto de Pymes 32
3.1.1 Visión actual e importancia. 34
3.1.2 Número de Pymes ecuatorianas y actividades que desarrollan. 35
3.2 Financiamiento actual de Pymes en Bolsa de Valores. 39
3.2.1 Características, aportes y debilidades del Registro Especial de Valores no Inscritos (REVNI). 40
3.2.2 Características, aportes y debilidades de las Titularizaciones .sindicadas (Titularización). 45
3.2.3 Características, aportes y debilidades de las Facturas comerciales. 51
3.3 Nuevas formas de financiamiento para las Pymes ecuatorianas 54
3.3.1 Mercado Alternativo Bursátil. 54
3.3.1.1 Estructura. 60
3.3.1.2 Características 61
3.3.1.3 Efectos en las pymes. 62
3.3.1.4 Potencial caso práctico aplicable en el Ecuador. 63
Conclusiones 69
Recomendaciones. 69
Referencias 71

Introducción

El mercado de capitales se encuentra dividido en dos por una parte se encuentra el mercado financiero y por otra el mercado de valores, dentro de nuestro país mayor relevancia ha tenido el mercado financiero.

Sin embargo el mercado de valores dentro de los últimos años ha sido considerado como una herramienta que permite a las compañías, especialmente a las grandes el emplear mecanismos establecidos en la Ley de Mercado de Valores con el fin de que puedan llegar a obtener capital como son la titularización, la emisión de obligaciones.

En nuestro país a partir de la aprobación de normativa como el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversión, Constitución de la República del Ecuador, Ley Orgánica de Economía Popular y Solidaria del Sistema Financiero, etc., se reconoce la existencia de las Mipymes, las cuales cuentan con un número de empleados determinado y ventas anuales establecidas de acuerdo a la normativa vigente, cabe indicar que el impacto que generan en el ámbito económico y laboral estas empresas (Pymes) es verdaderamente impresionante.

En búsqueda de cuál es el mecanismo idóneo que permita que las Pymes puedan obtener financiamiento se han analizado los segundos mercados y las nuevas modalidades que se han ido generando en Europa. También se han considerado los mecanismos que en el Ecuador se encuentran establecidos los mismos que pretenden servir como fuente de financiamiento para las Pymes, pero una vez que han sido analizados se ha visualizado que no han llegado a ser lo suficientemente eficientes.

El Ecuador cuenta con varios mecanismos que buscan que las Pymes a través de la Bolsa de Valores puedan llegar a obtener recursos como son el mecanismo del Registro Especial para Valores no inscritos REVNI, la cotización de facturas comerciales en Bolsa de Valores y la titularización sindicada.

Dentro de los mecanismos actuales que fueron estudiados se encuentra el Mercado Alternativo Bursátil, el cual es un mecanismo empleado en España que sirve para que las empresas pequeñas y medianas que tienen proyectos interesantes y se encuentran en vías de crecimiento (Pymes) puedan tomar a este mecanismo como una alternativa de financiamiento a través de la Bolsa de Valores.

En el presente trabajo una vez que ha sido estudiado el Mercado Alternativo Bursátil en España se propone un mecanismo con características propias que permita a las Pymes ecuatorianas el poder negociar valores dentro de Bolsa, para lo cual se crea un esquema que permita esta participación y desarrollo mediante un ejemplo concreto con facturas comerciales en el que las Pymes deben cumplir con requisitos mínimos con el fin de que sus valores sean negociados en Bolsa y las Pymes a su vez lleguen a obtener liquidez para realizar sus proyectos.

CAPÍTULO I

1. ESQUEMA DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO Y NORMATIVA VIGENTE QUE AMPARA A LAS PYMES

1.1 El Mercado de Valores ecuatoriano.

Mercado de Valores o también conocido como mercado de capitales, es un segmento del sistema financiero que se orienta a realizar actividades productivas mediante la negociación de valores, el mercado de valores está conformado por valores públicos, privados, primarios, secundarios y la legislación aplicable en esta materia es la Ley de Mercado de Valores (Bolsa de Valores Quito, 2012).

Entre las utilidades que el mercado de valores brinda es que llama al ahorro y consecuentemente a la inversión, busca que las transacciones se elaboren de una manera ágil, competitiva, ordenada, eficaz y transparente, es una herramienta que permite se realice un financiamiento en el mediano y corto plazo (Bolsa de Valores Quito, 2012).

Las normativas que regulan en nuestro país los temas referentes al mercado de valores principalmente son la Ley de Mercado de Valores y su Reglamento, las Resoluciones emitidas por el Concejo Nacional de Valores, y las normas de autorregulación elaboradas por la Bolsa de Valores.

El Mercado de Valores ecuatoriano está conformado por el Consejo Nacional de Valores, Superintendencia de Compañías, Bolsa de Valores, Casas de Valores, Emisores e Inversores (Bolsa de Valores Quito, 2012).

1.1.1 Consejo Nacional de Valores.

El Consejo Nacional de Valores nace a partir de la creación de la Ley de Mercado de Valores del 28 de mayo de 1993 promulgada en el Registro Oficial Nº 199 de 28 de mayo de 1993.

De acuerdo al artículo 5 de la Ley de Mercado de Valores, el Consejo Nacional de Valores (CNV), es el ente encargado de establecer la política general del

mercado de valores y regular su funcionamiento, el CNV se encuentra adscrito a la Superintendencia de Compañías, como órgano rector del mercado de valores, está integrado por siete miembros de los cuales cuatro pertenecen al sector público y tres al sector privado.

En el artículo 9 de la Ley de Mercado de Valores ibídem, se encuentran las funciones que tiene el Consejo Nacional de Valores, entre las cuales se señalan las siguientes: establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento; impulsar el desarrollo del mercado de valores, mediante el establecimiento de políticas y mecanismos de fomento y capacitación sobre el mismo; promocionar la apertura de capitales y de financiamiento a través del mercado de valores, así como la utilización de nuevos instrumentos que se puedan negociar en este mercado; expedir las normas complementarias y las resoluciones administrativas de carácter general necesarias para la aplicación de la Ley y entre otras que se encuentran en la normativa antes mencionada.

La potestad reguladora que tiene el Consejo Nacional de Valores, la ejerce a través de Resoluciones que constan en la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la misma que se encuentra en el Registro Oficial Suplemento 1 de 08 de marzo de 2007 y Resolución del Consejo Nacional de Valores Nº 8, está formado por ocho títulos, seis subtítulos, anexo de fichas registrales, concordancias y Resoluciones del CNV no codificadas (Superintendencia de Compañías, 2012).

Dentro de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores se van incluyendo las nuevas Resoluciones o reformas a las Resoluciones adoptadas por el CNV.

En el Registro Oficial Nº 808 de fecha 11 de octubre de 2012, se reforma el artículo 56 de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, que se encuentra en el Capítulo II, Inversionistas institucionales del sector público y privado, el antes mencionado artículo trata sobre el Registro Especial de Valores no Inscritos (Revni), al cual le han incluido varios artículos

innumerados los mismos que tratan sobre el emisor, el monto máximo de anotación en el Revni de valores de renta fija, plazo de los valores a negociarse en renta fija, entre otros; de igual manera dentro del mismo Registro Oficial se indica que dentro del Capítulo I, del Título I se incluya el artículo relacionado con la actualización de los manuales de procedimiento. ulación.

Las normas de autorregulación que emite la Bolsa de Valores son de carácter interno y operativo, se necesita solamente la aprobación de sus órganos competentes (Directorio de la Bolsa de Valores), las decisiones adoptadas por las Bolsa de Valores se harán conocer a la Superintendencia de Compañías, esta institución tiene cinco días para pronunciarse respecto de la norma de autorregulación enviada, en caso de que no lo haga se entenderá que ha sido aceptada la norma, de acuerdo a lo que indica el artículo 43 de la Ley de Mercado de Valores.

En Bolsa de Valores de nuestro país se negocian valores de renta fija y renta variable, entre de los valores de renta fija tenemos a los valores de corto plazo con tasa de interés como son los pagarés, las pólizas de acumulación, certificados de depósito, etc., también se negocian valores de largo plazo como son los bonos del Estado, obligaciones, etc., dentro de los valores de renta variable se encuentran las acciones (Bolsa de Valores Quito, 2012).

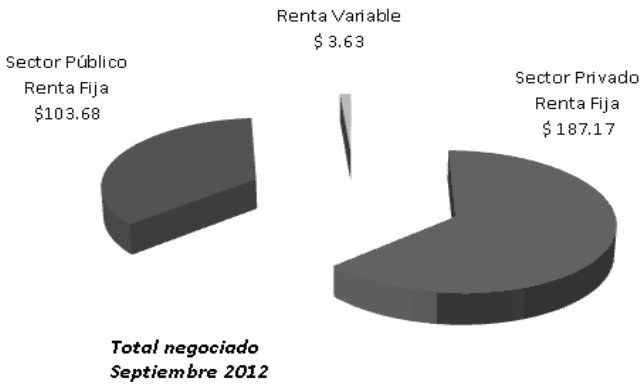

Figura 1. Negociaciones en Bolsa de Valores Quito a septiembre 2012. Tomado de (Bolsa de Valores Quito, 2012).

Figura 2. Negociaciones dentro de la Bolsa de Valores Quito hasta el mes de octubre 2012 se ha negociado $140, 000,000.00, entre todas las negociaciones realizadas en el sector público y privado. Tomado de (Bolsa de Valores Quito, 2012).

En nuestro país existen dos Bolsas de Valores la de Quito y Guayaquil, las cuales no se encuentran interrelacionadas entre sí, sin embargo a inicios del año 2012 se implementó el sistema interconectado único bursátil, que permite a las Casas de Valores operar bajo un mismo sistema.

1.1.2 Casas de Valores.

De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores en el artículo 56 señala que las Casas de Valores son compañías que se constituyen como sociedades anónimas, son autorizadas y aprobadas por la Superintendencia de Compañías, el capital para la apertura de las Casas de Valores es de ciento cinco mil ciento cincuenta y seis dólares de los Estados Unidos de América, las Casas de Valores se encargan únicamente de realizar la intermediación de valores y no podrán realizar ninguna operación mientras no se encuentren legalmente constituidas, cuenten con una autorización de funcionamiento y deben de ser miembros de una Bolsa de Valores.

Es obligatorio contar con un intermediario de valores ya que esto brinda seguridad al inversor.

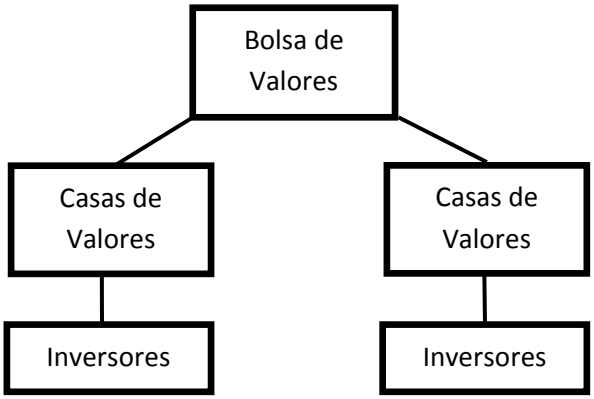

Figura 3. Conformación de las Casas de Valores, según el criterio del Doctor Juan Isaac Lovato. Tomado de Apuntes de Clase Mercado de Valores, Dr. Juan Isaac Lovato, 2011.

Por intermediación de valores se entiende según el artículo 4 de la Ley de Mercado de Valores que son los actos, actividades o contratos que se presentan en los mercados bursátiles y extrabursátiles, con el fin de vincular la oferta y la demanda para realizar la compra o venta de valores, en el Ecuador las Casas de Valores son las únicas entidades autorizadas a intermediar valores.

Es preciso indicar que la compra de valores en nuestro país se realiza únicamente a través de las Casas de Valores, no existe la posibilidad de que una persona directamente pueda adquirir valores, de acuerdo a lo establecido en la normativa vigente.

Para que las Casas de Valores puedan negociar sus valores en Bolsa necesariamente deben contar con operadores que se encuentren inscritos en el Registro de Mercado de Valores quienes serán solidariamente responsables

con su Casa de Valores, de acuerdo a lo que determina el artículo 57 de la Ley de Mercado de Valores.

Entre las atribuciones que las Casas de Valores tienen de acuerdo al artículo 58 de la Ley de Mercado de Valores están las siguientes: adquirir o enajenar valores por cuenta propia; operar de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes, en mercados bursátiles y extrabursátiles; brindar asesoría e información en materia de intermediación de valores; administrar portafolios de valores o dineros de terceros para invertirlos en instrumentos del mercado de valores, y demás atribuciones que se encuentran en la Ley de Mercado de Valores.

Existen ciertas prohibiciones para las Casas de Valores según lo determina el artículo 59 de la Ley de Mercado de Valores entre las cuales se destacan las siguientes: no podrán realizar intermediación financiera; recibir por cualquier medio, captaciones del público; no podrá garantizar rendimientos o asumir pérdidas de sus comitentes, ser accionista de una administradora de fondos.

En nuestro país existen alrededor de 39 Casas de Valores que se encuentran en estado vigente de acuerdo al registro que lleva la Superintendencia de Compañías (Superintendencia de Compañías, 2012).

1.1.3 Emisores e inversores

Emisores de valores son las sociedades o entidades públicas, que necesitados de recursos para financiar negocios, ampliar sus operaciones u otras actividades emiten valores con el objeto de venderlos directamente en el mercado y de esta forma llegan a conseguir recursos (Bolsa de Valores Quito, 2012).

Dentro de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, en el título II Participantes del Mercado de Valores, subtítulo I emisores de Valores, artículo primero, se hace la distinción entre emisores del sector privado y público.

En el mismo artículo primero de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores se hace referencia a los emisores del sector privado e indica que son las entidades de derecho privado o extranjero, y que los emisores del sector privado se clasifican en emisores del sector financiero y emisores del sector no financiero.

Según el criterio del Doctor Juan Isaac Lovato los emisores de valores públicos, serán las entidades del sector público que dentro de sus normativas internas les permitan realizar la emisión de valores como por ejemplo Corporación Financiera Nacional, Banco Nacional de Fomento, Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (Apuntes de Clase Mercado de Valores, Dr. Juan Isaac Lovato, 2011).

Por inversor se entiende que es la persona natural o jurídica que realiza la compra o venta de valores negociables con el objeto de colocar su capital y obtener el máximo de rentabilidad (Bolsa de Valores Quito, 2012).

En nuestro país actúan como emisores: sociedades financieras, mutualistas y cooperativas, instituciones de servicios financieros, tenedoras de acciones, sector industrial, sector agrícola, ganadero, pesquero, maderero, sector comercial, servicios, fondos colectivos, fideicomisos, Revni (Bolsa de Valores Quito, 2012).

Actualmente quienes pueden negociar valores en Bolsa de Valores son solamente las grandes empresas y entidades del sector público (BIESS, CFN. BNF, etc.), por lo tanto quedan fuera otros actores que se deben incluir como son las pymes.

Las pymes actualmente no acceden al mercado de valores, sin embargo existen varias normativas en estado vigente que tratan sobre pymes y las analizamos a continuación.

1.2 Normativa en el Ecuador que involucra a las Pymes.

1.2.1 Constitución de la República del Ecuador.

La Carta Magna muestra en su artículo 309 que el tipo de sistema financiero que se maneja en el Ecuador está conformado por el sector público, privado y el popular solidario (Énfasis añadido).

Con respecto al sistema económico la Constitución de la República del Ecuador en su artículo 311 indica que es social y solidario, está integrado por las cooperativas de ahorro y crédito, las entidades asociativas o solidarias, cajas y bancos comunales, cajas de ahorro, también las iniciativas presentadas por el sector financiero popular y solidario y de las micro, pequeñas y medianas unidades productivas, tendrán un tratamiento especial y preferencial por parte del Estado (Énfasis añadido).

La Constitución de la República del Ecuador en su artículo 319 indica que la organización de la producción de la economía se encuentra reconocida en sus distintas formas tales como las comunitarias, cooperativas, empresas públicas o privadas, asociativas, familiares, domésticas, autónomas y mixtas.

El Estado tiene el deber de impulsar y velar por que se genere un comercio justo en el que sus integrantes sean tratados con igualdad, se les brinde las mismas oportunidades y busca que puedan tener el acceso de bienes y servicios de calidad, dentro del comercio se deberá reducir la intermediación y debe generarse la sustentabilidad así lo establece la Constitución de la República del Ecuador en su artículo 336.

1.2.2 Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones.

El Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones fue publicado el 29 de diciembre de 2010 en el Registro Oficial Suplemento 351.

Esta relativamente nueva normativa se encuentra dividida en seis libros, los cuales hablan sobre la competitividad sistemática y la facilitación aduanera,

sostenibilidad de la producción y su relación con el ecosistema, desarrollo productivo mecanismos y órganos de competencia, desarrollo de la inversión productiva y de sus instrumentos, comercio exterior sus órganos de control e instrumentos y finalmente el tercer libro que trata sobre el desarrollo empresarial de las micro, pequeñas y medianas empresas y de la democratización de la producción, libro que principalmente va a ser analizado en el presente trabajo.

Dentro del Código Orgánico de la Producción, en el libro tercero denominado del desarrollo empresarial de las micro, pequeñas y medianas empresas, y de la democratización de la producción, el artículo 53 indica la definición de mipymes, señalando que es toda persona natural o jurídica que realiza una actividad de producción, comercio y/o servicio, que cumple con un número de trabajadores y un valor de ventas anuales establecidos.

El Consejo Sectorial de la Producción de acuerdo al artículo 54 del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, es el órgano de regulación de las mipymes, por lo tanto tiene a su cargo las siguientes atribuciones y deberes: coordinar políticas de fomento de las mipymes en conjunto con los ministerios sectoriales (Ministerio Coordinador de Producción, Empleo y Competitividad), tomar acciones que permitan el desarrollo sostenible de las mipymes, autorizar la creación de centros de desarrollo de mipymes, centros de investigación o laboratorios que ayuden a facilitar y fomentar el desarrollo de estas empresas, las instituciones del sector público y privado deben crear mecanismos que permitan acceder a las mipymes al financiamiento a través de crédito y también las instituciones del sector público y privado deben vincularse con las mipymes.

El artículo 56 del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones indica que se crea un registro único de las mipymes que estará a cargo del ministerio que presida el Consejo Sectorial de la Producción, este registro tiene como finalidad el identificar el número de mipymes que existen y conocer cuáles son las actividades que realizan o los servicios que brindan.

En el capítulo II del libro tercero del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, señala los mecanismos de financiamiento y de capital específicamente en el artículo 62 indica que el Consejo Sectorial de la Política Económica, es el ente encargado de determinar cuáles serán los mecanismos para fomentar el mercado de valores, con el fin de incentivar el acceso de todos los actores de la producción.

Se establece dentro del Código de la Producción, Comercio e Inversiones en el artículo 66, que la autoridad reguladora del mercado de valores se encargará de realizar normativa que permita a las mipymes el poder interactuar dentro del mercado de capitales, con el fin de poder obtener de esta manera financiamiento.

El título III que trata de la Democratización de la Transformación Productiva y el Acceso a los Factores de Producción del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, en el artículo 59 se indica que entre los objetivos de la democratización está el apoyar el desarrollo productivo de las mipymes, grupos o unidades productivas organizadas, que hayan desarrollado nuevos productos, nuevos mercados y nuevos procesos productivos.

Dentro de este mismo título en el artículo 60 del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, se hace referencia a los incentivos para la apertura del capital empresarial, el que indica que dentro de una empresa en la que el Estado sea el propietario de una parte del paquete accionario, los trabajadores de dichas empresas en estos casos podrán adquirir acciones mediante los mecanismos del Mercado de Valores, este mecanismo no es aplicable a para las empresas públicas.

Finalmente los objetivos que el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones establecen son el controlar los procesos productivos en las distintas etapas de producción, también busca que los factores de producción se democraticen especialmente en las zonas especiales de desarrollo económico y se impulse e incentive la producción de esta manera se pretende llegar a obtener empleos de calidad y un desarrollo equilibrado.

1.2.3 Ley Orgánica de Economía Popular y Solidaria del Sistema Financiero.

Dentro de la Constitución en el artículo 283 establece que el sistema económico que se maneja en el Ecuador es el social y solidario que tiene como objetivo el garantizar la producción y reproducción de las condiciones materiales e inmateriales que posibiliten el buen vivir.

La Ley Orgánica de Economía Popular y Solidaria del Sistema Financiero, fue publicada el 10 de mayo de 2011, en el Registro Oficial 444.

Por Economía Popular y Solidaria de acuerdo al artículo 1 de la Ley Orgánica de Economía Popular y Solidaria del Sistema Financiero, se entiende que es la forma de organización económica, en la que sus integrantes sea de manera individual o colectiva organizan y desarrollan procesos de producción, intercambio, comercialización, financiamiento y consumo de bienes y servicios, para satisfacer necesidades y generar ingresos, las relaciones que se desarrollen se basarán en la solidaridad, cooperación, reciprocidad y se privilegiará el trabajo y al ser humano como sujeto y como fin de su actividad, la cual estará en estrecha armonía con la naturaleza.

De acuerdo al artículo 55 de la Ley Orgánica de Economía Popular y Solidaria del Sistema Financiero, se permite a las cooperativas el poder emitir obligaciones de libre negociación siempre y cuando cumplan con lo establecido en esta Ley y en la Ley de Mercado de Valores.

Las cooperativas de ahorro y crédito podrán intervenir en el Sector Financiero Popular y Solidario, sistema financiero nacional, y en el mercado secundario de valores y de manera complementaria en el sistema financiero internacional, así lo determina el artículo 88 de la Ley Orgánica de Economía Popular y Solidaria del Sistema Financiero. (Énfasis añadido).

El artículo 8 de la Ley Orgánica de Economía Popular y Solidaria del Sistema Financiero dice que los integrantes de la Economía Popular y Solidaria son las

organizaciones conformadas en los Sectores Comunitarios, Asociativos y Cooperativistas y las Unidades Económicas Populares.

1.2.4 Ley de Mercado de Valores y creación del mercado REVNI a través de esta norma.

La primera Ley de Mercado de Valores fue creada en el Gobierno del Presidente Sixto Durán Ballén, el 23 de mayo de 1993 y fue publicada en el Registro Oficial Suplemento 199, entre las disposiciones que esta normativa señalaba indicaba que las Bolsas de Valores debían ser transformadas de sociedades anónimas a corporaciones civiles (Superintendencia de Compañías, 2012).

En el año 2006 se realizó la Codificación de la Ley de Mercado de Valores la misma que fue publicada en el Registro Oficial Suplemento 215 de 22 de febrero de 2006.

Actualmente se ha propuesto un proyecto de ley que modifica a la actual Ley de Mercado de Valores entre los cambios que propone el proyecto de ley se encuentran la constitución de la Bolsa de Valores como sociedad anónima más no como corporación civil, la creación de clubes de inversión, un mercado alternativo bursátil, cambio de denominación de Superintendencia de Compañías por la de Superintendencia de Compañías y Valores, entre otras. (Corporación MYL, Enero, págs. 8,9,10,11)

La Ley de Mercado de Valores es la normativa en la que se encuentran los lineamientos con relacionados a las Casas de Valores, Bolsas de Valores, Consejo Nacional de Valores, Oferta Pública, Registro Nacional de Valores, Mercado Primario y Secundario, Inversiones del sector público en el mercado de valores, Depósitos Centralizados de Compensación, entre otros aspectos que se hallan dentro del mencionado cuerpo legal.

El artículo 34 de la Ley de Mercado de Valores establece lo siguiente, sobre los valores no inscritos, en el que las Bolsas de Valores tienen la facultad para implementar mecanismos de negociación para valores no inscritos en bolsa,

siempre y cuando cuenten con la autorización de la Superintendencia de Compañías. Esta norma está directamente relacionada con la creación del Mercado de Revni sus siglas o conocido también como el Registro Especial para Valores no Inscritos, este mecanismo fue creado mediante una norma de autorregulación de la Bolsa de Valores.

El Registro Especial para Valores no Inscritos (Revni) es un mecanismo en el que se anotan las acciones de sociedades del sector privado no inscritas en el Registro de Mercado de Valores las cuales se cotizarán ocasional o periódicamente en las Bolsas de Valores del país, para poder emplear este mecanismo se deberán cumplir con ciertos requisitos. (Resolución de la Superintendencia de Compañías Nº 4).

En el año 2011 se ha negociado $50, 000,000.00 y hasta septiembre de este año se ha negociado $10, 000,000.00.

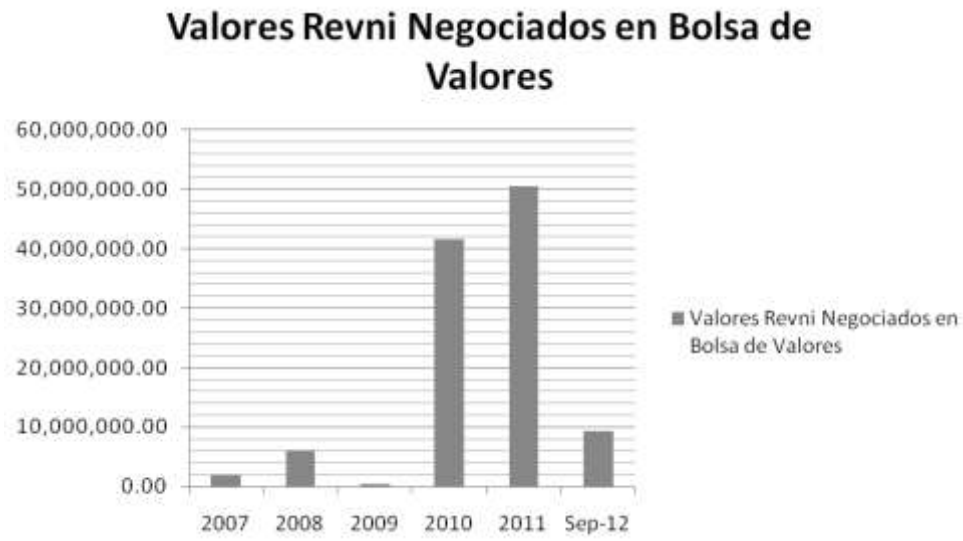

Figura 4. Valores negociados en REVNI año 2007 al año 2012.
Tomado de (Bolsa de Valores Quito, 2012).

El Registro Especial para Valores no Inscritos (Revni) es un mecanismo que tiene la finalidad de permitir el ingreso de Pymes para que puedan cotizar sus valores, el cual no ha llegado a ser empleado por este tipo de empresas debido

a que no ha sido muy socializado este mecanismo y los requisitos que solicita para su ingreso son de difícil cumplimiento.

A continuación se trataran algunos mecanismos que se emplean en otros países europeos específicamente, en los cuales las Pymes pueden intervenir dentro del mercado de valores, como se verá en el capítulo siguiente.

CAPÍTULO II

2. DESARROLLO DE LOS SEGUNDOS MERCADOS

2.1 Nociones básicas de los segundos mercados.

El segundo mercado bursátil nace en el año de 1980 como solución a las dificultades que tenían las Pymes para poder obtener recursos, cabe indicar que estas compañías no podían acceder a cotizar sus valores en Bolsa. Las únicas que tenían esta atribución eran las grandes compañías (Anibarro, 2001, pág. 36).

Por segundo mercado bursátil se entiende que es el mecanismo especial creado en Europa para las Pymes con la finalidad de que pudieran cotizar sus valores en Bolsa (Anibarro, 2001, pág. 149).

Los países que en Europa desarrollaron este mecanismo son Francia, Reino Unido y España, las características comunes y más importantes que se generaron dentro de estos mercados es el que en la mayoría de los casos se disminuyeron los requisitos a cumplir por parte de las Pymes y que los segundos mercados se crearon como parte de las Bolsas de Valores a lo que se podría denominar como entes subsidiarios de las Bolsas; mayores detalles sobre los segundos mercados serán explicados más adelante dentro de este capítulo.

Las formas de financiamiento que las Pymes empleaban principalmente eran el solicitar un préstamo a las instituciones financieras o como segunda opción las Pymes tenían que pedir prestado a otra compañías dinero (Anibarro, 2001, pág. 150).

A los segundos mercados bursátiles se los considera como parte del mercado de valores.

El segundo mercado bursátil se lo creó como subparte del mercado oficial de las Bolsas de Valores, para ingresar a este mercado se establecieron requisitos

de admisión menos estrictos, con el objetivo de que la mayoría de Pymes pudiera beneficiarse a través de este mecanismo (Anibarro, 2001, pág. 37).

La iniciativa de crear en los mercados Europeos este sistema especial de financiamiento de las Pymes a través de Bolsa de Valores, se da debido a que estas compañías generaban mucha productividad y se estimaba que podían tener grandes posibilidades de crecimiento, al crear un sistema de financiamiento específico para las Pymes a través de Bolsa de Valores, podría permitir a las Pymes obtener mejores beneficios económicos sin tener que emplear los medio tradicionales de financiamiento (Anibarro, 2001, pág. 150).

El propósito del mecanismo fue permitir que las Pymes se encuentren en un mercado de aclimatización y posteriormente tengan la posibilidad de negociar sus valores en el mercado oficial de Bolsa de Valores (Anibarro, 2001, pág. 38).

Aunque la idea de crear el segundo mercado era buena, los resultados que se dieron no llegaron a ser lo suficientemente satisfactorios y lo único que generó fue una pérdida de capital para los inversores. La decisión de ablandar los requisitos que las Pymes debían cumplir para ingresar al mercado de capitales no llegó a ser una medida efectiva (Anibarro, 2001, pág. 151).

2.2 Aclimatación al mercado bursátil e inclusión de nuevos actores.

Al crearse un segundo mercado bursátil también se crean nuevos actores que intervendrán dentro del mercado de valores los cuales serán analizados a continuación.

2.2.1 Creador de mercado.

“Creador de Mercado interviene directamente, por cuenta propia, sobre el mercado de un título en particular, por una cantidad limitadas, con el fin de equilibrar la oferta y la demanda y asegurar una mayor liquidez.” (Anibarro, 2001, pág. 51).

El creador de mercado toma una posición contra mercado lo cual quiere decir que éste debe vender cuando el mercado compra y viceversa compra cuando el mercado vende (Anibarro, 2001, pág. 53).

La labor que realiza el creador de mercados es similar al rol que tiene el especialista de las Bolsas de Valores en Estados Unidos, quien está encargado de realizar transacciones sobre uno o varios valores determinados, de igual manera que el creador de mercado actúa por cuenta propia o también tiene la facultad de intervenir a petición de sus clientes (Anibarro, 2001, pág. 52).

El especialista en las Bolsas americanas ha generado diversos puntos de vista con respecto a la función que desempeña, por una parte se considera que el especialista es de gran utilidad ya que permite que la contratación en el mercado se realice de manera ordenada, mientras que existen otras posturas que consideran que esta figura, dentro del mercado de valores, debería de ser suprimida (Anibarro, 2001, pág. 52).

La función principal que cumple el especialista es mantener la liquidez del valor sobre el que se ha especializado y a su vez, deberá brindar liquidez cuando el mercado así lo necesite, para de esta manera estabilizarlo, esta situación genera un inconveniente al momento en el que los valores se encuentran con tendencia a la baja, ya que en dichos casos los especialistas deberán adquirir títulos que se encuentran dentro de su propio mercado y muchas veces no cuentan con la liquidez suficiente, por lo tanto no permite que el especialista pueda cumplir con la función estabilizadora, esta situación también puede influir a los creadores de mercado (Anibarro, 2001, pág. 53).

Lo que diferencia al creador de mercados con el especialista, es que el creador de mercados no tiene la obligación de tener un mercado ordenado, por lo tanto existe competencia entre los creadores de mercados, ya que éstos pueden fijar cotizaciones diferentes (Anibarro, 2001, pág. 53).

2.2.2 Capital de Riesgo.

La figura del Capital de Riesgo nace en Estados Unidos, una vez que ha concluido la Segunda Guerra Mundial, específicamente en Boston, cuando el Banco de Reserva Federal decide invertir capital en ciertos fondos de inversiones, los cuales estaban destinados a desarrollar avances tecnológicos y científicos relacionados con el conflicto bélico. En el año de 1946 se funda la *American Research and Development Corporation* primera empresa de capital de riesgo (Anibarro, 2001, pág. 64).

Por Capital de Riesgo se entiende, que es un medio alternativo de financiación en la que interviene un inversor, el mismo que pasará a formar parte de la compañía de manera temporal, para lo cual realizará una inversión, lo interesante de la inversión es que se la realiza con una parte del capital de la compañía (Anibarro, 2001, pág. 63).

De ser atractiva la compañía sobre la cual se va a invertir, el inversor analiza a la compañía, para lo cual tomará en cuenta el estado en el que se encuentra y visualizará las posibilidades de crecimiento y desarrollo de la empresa a través de su inversión (Anibarro, 2001, pág. 63).

Una vez que el inversor decide el realizar la inversión en determinada compañía, éste ingresará como accionista de la compañía, al cual se le entregará un porcentaje de acciones. Con respecto a la acciones que la compañía debe entregar se generan dos posiciones, la primera es que la entrega de acciones deberá ser minoritaria debido a que el inversor no busca obtener el control de la empresa, solamente busca hacer su inversión; y, por otra parte, se indica que las acciones que entregue la compañía deberán ser significativas, para que de esta manera el inversor pueda tomar decisiones con el fin de generar mayores beneficios para la compañía (Anibarro, 2001, pág. 64).

El inversor dentro de la compañía brindará soporte, ayuda de gestión, capital y realizará los trámites que considere necesarios para que la compañía pueda

llegar a obtener los mejores resultados y beneficios económicos posibles, una de los beneficios del capital de riesgo es que logra obtener frutos en un período no muy extenso (Anibarro, 2001, pág. 51).

De acuerdo a los lineamientos que en Europa se ha venido manejando el tiempo en el que permanecerá el inversor dentro de la compañía estará delimitado y por lo general su estadía suele ser entre dos a diez años, este lapso podrá ser menor en el caso de que los objetivos de la compañía se hayan cumplido con las metas que se propusieron (Anibarro, 2001, pág. 65).

La figura de Capital de Riesgo es una opción de financiamiento para las Pymes, en especial las compañías en la que los inversores ven que existe posibilidad de desarrollo y un potencial crecimiento (Anibarro, 2001, pág. 52).

Un claro ejemplo de capital de riesgo es el caso *Facebook*, el cual recibió recursos de compañías como (*Accel Parthners, Greylock Parthners, Elevation Parthners*, entre otras) y *Facebook* entregó a cambio acciones, las que se vendieron en Bolsa a inicios del año 2012 (Cinco días, 2012).

Tal impacto e importancia genera el capital de riesgo que incluso el cantante del grupo U2 Bono y los socios de la compañía *Elevation Partners invirtieron en el año 2009 alrededor de setenta millones de euros para obtener el 2,3% de Facebook*. La inversión realizada genero para Bono y los socios de su compañía dos mil millones de euros de ganancias (Hola. com música, 2012).
Una vez que las acciones de *Facebook* se encontraron en el mercado cada una de ellas fue cotizada en alrededor de treinta y ocho dólares (Cinco días, 2012).

2.2.3 Autorregulación.

Autorregulación parte con una autorización que otorga el Estado para que una compañía privada pueda autorregularse y a su vez haga cumplir las normas relativas al mercado de valores y las normas que de la autorregulación se generen (Anibarro, 2001, pág. 71).

El Estado entrega atribuciones que le compete a las compañías encargadas de la autorregulación, para lo cual establece ciertas directrices que deben ser

cumplidas por parte de estas compañías, de esta manera se pretende completar la regulación que debe ser ejercida por el Estado (Anibarro, 2001, pág. 72).

Los objetivos que tiene la autorregulación son el vigilar que las normas emitidas sean cumplidas, evitar que se den conductas desleales o manipuladoras entre los miembros y crear normas de autorregulación dentro de las cuales se establecerán los lineamientos necesarios (Anibarro, 2001, pág. 71).

En conclusión la autorregulación no es sino la recopilación de los usos y prácticas que ya han sido empleados en mercado de valores anteriormente (Anibarro, 2001, pág. 74).

2.2.4 Asesor.

En la Bolsa de Valores de Londres nace de la figura del *sponsor* quien estaba encargado de prestar asesoría al mercado oficial, tomando en cuenta a este personaje se crea para el mercado de inversión alternativa una figura similar al *sponsor* en este caso denominado asesor, el mismo que se encarga de brindar asistencia a los emisores (Anibarro, 2001, pág. 250).

El asesor es nombrado por el emisor. Para poder ocupar el cargo de emisor deberá ser miembro de la Bolsa de Londres y ser independiente del emisor, el requisito más importante a cumplir es que debe existir la independencia del asesor con el emisor para lo cual la Bolsa de Valores de Londres ha establecido una serie de requisitos a cumplir por parte del asesor (Anibarro, 2001, pág. 251).

La Bolsa de Valores de Londres realizará anualmente un análisis de la labor que ha desempeñado cada uno de los asesores con su respectivo emisor, en caso de que el asesor no haya colaborado de manera proactiva con el asesor y haya perjudicado la integridad y reputación del mercado de inversión alternativo, será eliminado del registro de asesores que maneja la Bolsa de Valores de Londres, para que el asesor pueda trabajar con el emisor deberá

contar con un nombramiento en el cual estará establecido el tiempo que prestará sus funciones al emisor (Anibarro, 2001, págs. 251,254).

Dentro de las obligaciones que tiene el asesor con el emisor son las que a continuación se indican: dirigir y guiar permanentemente al emisor, hacer que el emisor cumpla con lo que dispone la ley y mantenerle informado sobre los cambios que se puedan presentar en el mercado (Anibarro, 2001, pág. 253).

2.3 Utilidades y beneficios de los segundos mercados.

Los segundos mercados son de gran utilidad para las Pymes debido a que es un mecanismo generado especialmente para que estas compañías puedan llegar a obtener financiamiento a través de su participación en el mercado de valores (Rodríguez, 2000, pág. 85).

La finalidad que los segundos mercados es que compañías que están en crecimiento tengan la oportunidad de intervenir dentro de la Bolsa de Valores negociando sus acciones y el que los accionistas miembros de esa compañía puedan beneficiarse de esa negociación (Rodríguez, 2000, pág. 85).

En búsqueda de que más Pymes puedan integrarse dentro del mercado de capitales se han creado varias figuras que permiten a más de este tipo de compañías el poder intervenir en Bolsa de Valores como son el asesor, el capital de riesgo, la autorregulación, creador de mercados, etc., figuras que fueron ya mencionadas anteriormente (Rodríguez, 2000, pág. 101).

2.4 Financiamiento, a través el mercado de valores, a los sectores que tienen barreras de entrada para acceder al mercado bursátil.

Entre las barreras de entrada a los segundos mercados existen algunos impedimentos partiendo desde la falta de información y conocimiento sobre los requisitos a cumplir y sobre los títulos que admite la Bolsa cotizar en éste tipo de mecanismo, en el caso de que las Pymes tuvieran a sus manos esta

información mayores serían las posibilidades de intervenir dentro del mercado de capitales (Rodríguez, 2000, pág. 101).

Otro factor que no permite que las Pymes puedan ingresar a cotizar valores en la Bolsa es que existen normas por lo general creadas para las grandes compañías y no para que Pymes puedan intervenir dentro de este mercado de igual manera existe una falta de incentivo en el ámbito fiscal (Rodríguez, 2000, pág. 101).

Por lo general las compañías familiares tienen temor en que ingrese un miembro ajeno a la compañía (capital de riesgo) y este se encargue de tomar decisiones dentro de la compañía, motivo por el cual las Pymes no miran al mercado de capitales como medio idóneo para obtener recursos (Rodríguez, 2000, pág. 100).

Esta situación se puede apreciar especialmente en el Ecuador y en los países Latinoamericanos donde las compañías suelen estar conformadas por los mismos miembros de la familia, lo cual en ciertas ocasiones no permite que ingresen nuevos inversores.

Existe una falta de credibilidad por parte del inversor al momento de decidir realizar inversiones en Pymes, ya que mayor seguridad le brinda al inversor el invertir en una compañía grande, se podría decir que existe una especie de discriminación por parte del inversor al momento de decidir por cual compañía invertir (Rodríguez, 2000, pág. 102).

2.5 Descripción de los procesos implementados en Europa.

Se va a desarrollar a continuación algunos de los procesos más relevantes implementados en Europa con respecto a los segundos mercados bursátiles.

2.5.1 Segundo mercado bursátil Reino Unido.

En Reino Unido la Bolsa de Valores está conformada por cinco partes, las dos primeras están relacionadas con el mercado oficial, un tercer segmento bursátil

caracterizado por la realización de inversiones de mayor riesgo, y los dos restantes mercados extrabursátiles; los valores a negociar dentro de los cinco segmentos son los mismos (Anibarro, 2001, pág. 156).

Con el fin de crear un mercado especial de financiamiento para las Pymes en Reino Unido, más o menos en el siglo XX se crean varios Comités, los que tenían como finalidad encontrar la solución de financiamiento de las Pymes. Los Comités que mayor importancia tuvieron fueron el Comité Bolton y Wilson. Con respecto al Comité Bolton se origina en la década de los setenta, y por primera vez se propone que las Pymes puedan ingresar al mercado de valores; por otra parte en el año de 1979 el Comité Wilson reconoce que las Pymes se encuentran en desventaja con relación a las grandes compañías ya que éstas pueden intervenir en Bolsa de Valores como medio de financiación; y a partir de la crisis financiera y petrolera que se genera en esos años se permite a los intermediarios miembros de la Bolsa, previa autorización, poder adquirir acciones de sociedades que no cotizaban en Bolsa. Esta actuación permitió que varias instituciones del Reino Unido tomaran en cuenta este hecho y a partir de ello generar un mercado especial para Pymes (Anibarro, 2001, págs. 158,159).

Los antecedentes de creación del *Unlisted Securities Market* se evidencian en el año de 1980, para lo cual se tomó en consideración la información emanada del Comité Wilson, el cual indicaba que era necesario mejorar los mecanismos empleados en el mercado de valores, con respecto a los valores que no estaban admitidos dentro de la cotización oficial (Bolsa de Valores), con el fin de permitir a las Pymes negociar sus títulos (Anibarro, 2001, pág. 159).

Inicialmente, dentro de este mercado, para poder cotizar valores no admitidos en Bolsa se requería de una autorización de la Bolsa de Valores, lo cual posteriormente se volvió un trámite tedioso el tener que solicitar autorización a la Bolsa por cada transacción que se iba a realizar. Este procedimiento se daba debido a que la Bolsa de Valores de Londres quería mantener el control de las

transacciones que se efectuaban y no pretendía que se cree un mercado independiente en el que no exista su vigilancia (Anibarro, 2001, pág. 160).

Finalmente el 10 de noviembre de 1980 se puso en vigencia el *Unlisted Securities Market* a través de la Bolsa de Valores de Londres, el cual fue creado para que las Pymes pudieran cotizar sus valores en Bolsa, básicamente este mecanismo se caracterizó por tener requisitos menos rigurosos para las Pymes (Anibarro, 2001, pág. 159).

La creación del *Unlisted Securities Market* llegó a ser muy importante para el desarrollo de las Pymes, pero no llegó a generar el dinamismo que se esperaba, motivo por el cual se crea el 28 de enero de 1987, el denominado Tercer Mercado, este mercado era para aquellas Pymes que no llegaban a cumplir los requisitos exigidos por el mercado oficial (Bolsa de Valores) y tampoco llegaban a cumplir con los requisitos que solicitaba el *Unlisted Securities Market* (Anibarro, 2001, pág. 161).

El tercer mercado funcionaba a través de un *sponsor* o asesor, el cual se encargaba de analizar los antecedentes financieros y reputación que la compañía emisora tenía, por otra parte la compañía emisora estaba encargada de proporcionar toda la información que fuere solicitada por el *sponsor* (Anibarro, 2001, pág. 163).

Se consideraba que el tercer mercado era un mecanismo en el que las Pymes pudieran aclimatarse y posteriormente puedan llegar a formar parte del *Unlisted Securities Market*, sin embargo el tercer mercado no llego a ser un mecanismo idóneo de financiamiento para las Pymes (Anibarro, 2001, pág. 165).

En el Reino Unido también se crea un mercado de financiación alternativo denominado *Alternative Investement Market (AIM)* en el año de 1995, el cual pretendía funcionar como mercado de equilibrio entre el mercado oficial y mercado extrabursátil (Anibarro, 2001, pág. 234).

Dentro de este mercado se plantea una regulación acorde a las necesidades de estas compañías, los costos a pagar por las sociedades emisoras iban a ser menores con el fin de atraer a mayores emisores, también se imponían a las compañías que cotizaren el cumplimiento de normas de buen gobierno y se aplicaba dentro de este mercado la figura del creador de mercados (Anibarro, 2001, págs. 235,238,239).

En la Bolsa de Valores londinense en el año de 1999 se crea al *Techmark*, mercado que fue creado especialmente para aquellas compañías innovadoras con tenían potencial de crecimiento y que se encontraban vinculadas al sector tecnológico (Castaño, 2006, pág. 281).

2.5.2 Segundo mercado bursátil francés.

El mercado bursátil francés estaba conformado por varios sub mercados, entre ellos se encuentra el mercado oficial, el segundo mercado *(second marche)*, mercado extrabursátil *(hors cote)*, mercado de opciones y el mercado de futuros. Dentro de los mercados antes mencionados, los mercados especializados para el financiamiento de las Pymes son: el segundo mercado *(second marche)* y el mercado extrabursátil *(hors cote)* (Anibarro, 2001, pág. 177).

El mercado extrabursátil *(hors cote)*, nace en el siglo XIX inicialmente con la denominación de mercado libre, servía específicamente para las pequeñas empresas que tenían un capital considerable pero no el suficiente como para ingresar al mercado oficial, se considera que el mercado extrabursátil ha sido el sistema de financiamiento más antiguo empleado por las empresas Pymes francesas (Anibarro, 2001, pág. 178).

Estaba manejado el mercado extrabursátil *(hors cote)* inicialmente por corredores libres, éstos fueron remplazados por agentes de cambio y bolsa y posteriormente se crea la figura de los corredores, quienes nacen para brindar mayor seguridad al inversor (Anibarro, 2001, pág. 178).

Dentro del mercado extrabursátil no se indicaron cuales eran los requisitos mínimos a cumplir, ni cuáles eran los procedimientos de admisión que debían de ser cumplidos por los inversores; tomando en cuenta estos hechos, en el año de 1996 se consideró implantar ciertas normas que brinden mayor seriedad a este mercado, como el permitir el ingreso a compañías que se encuentren en el listado manejado por el mercado *hors cote*. Se realizaron múltiples intentos para mantener este mercado pero no llegaron a ser suficientes y es en el año de 1997 que el mercado *hors cote* deja de funcionar (Anibarro, 2001, pág. 182).

En Francia, además del mercado extrabursátil, en el año de 1983, se origina el *second marche* o segundo mercado, fue creado como un sistema que permitía el acceso de nuevas sociedades emisoras (Pymes) y establecía requisitos de fácil cumplimiento, el objetivo que tenía este sistema es que las compañías posteriormente pudieran participar dentro del mercado oficial (Anibarro, 2001, pág. 184).

El segundo mercado francés tomaba como referencia a la normativa aplicable al mercado oficial, con respecto a los procesos de negociación y publicidad de cotizaciones (Anibarro, 2001, pág. 192).

Haciendo una relación entre el mercado extrabursátil y segundo mercado francés se estableció que a estos dos mercados aunque fuesen distintos al mercado oficial se les debían dar un tratamiento igualitario, en el caso del segundo mercado se le denominó asimilación; a este término se lo entendía como que, en el caso de que una compañía ingresare al segundo mercado francés, inmediatamente ingresaba también dentro del mercado oficial, sin importar si la cotización de valores se realizare dentro del mercado oficial (Anibarro, 2001, pág. 190).

La asimilación también interviene al momento de establecer cuáles son las normas aplicables dentro del segundo mercado francés, el cual se encuentra regulado por la normativa aplicable al mercado oficial y a las normas

específicas del segundo mercado francés, las cuales no serán aplicables a las compañías que dejen el segundo mercado francés por ingresar al mercado oficial (Anibarro, 2001, pág. 191).

La Directiva europea de servicios de inversión en el año 2004 estudia la posibilidad de crear un sistema alternativo de financiación, en el año 2005 el *NYSE (New York Stock Exchange)* y *Euronext* crearon a *Alternext*, los entes antes mencionados se encuentran encargados de regular a *Alternext* y su sede principal se encuentra en París (Fernández, 2010, pág. 73).

El *Alternext* está conformado por los países de Francia, Bélgica, Portugal, Holanda, el hecho de que en los antes mencionados países se maneje el euro como moneda oficial permite que las transacciones que se realicen no sufran pérdidas por conversión de moneda (Carro & Veloso, 2010, pág. 29).

Alternext tiene como objetivo el permitir que empresas compañías innovadoras, jóvenes (pequeñas y medianas empresas) tengan un acceso más sencillo al mercado de capitales, de igual manera las compañías deberán cumplir con la condición de mantener transparencia financiera y brindar garantía a los accionistas minoritarios (Fernández, 2010, pág. 74).

Dentro del *Alternext* interviene también la figura del *sponsor* en este caso denominado como *listing sponsor* y éste puede ser una compañía que brinda asesoramiento o un banco de inversión (Carro & Veloso, 2010, pág. 29).

2.5.3 Segundo mercado bursátil español.

Como antecedente a la creación del segundo mercado bursátil español, se encuentra el bolsín catalán, el cual se creó a través de los bancos de Barcelona. En este mercado se permitía la cotización de todo tipo de valores. Posteriormente se origina el casino mercantil, de igual manera, en este mercado intervinieron los bancos y corredores de comercio, pero en 1915 nace el mercado libre de valores en Barcelona el cual fue creado de manera simultánea que la Bolsa de Comercio de Barcelona, el mercado libre de

comercio para su funcionamiento tomó como referencia la normativa aplicada en el casino mercantil y estaba conformado por los bancos y algunos corredores libres (Anibarro, 2001, pág. 203).

El segundo mercado de Barcelona toma como referencia a los segundos mercados que se desarrollaron en Europa especialmente al *Unlisted Securities Market* (Reino Unido) y a los demás segundos mercados como el francés, italiano, suizo (Anibarro, 2001, pág. 205).

Las reglas que el segundo mercado de Barcelona manejaba eran dos, las cuales fueron consideradas las más importantes. Por una parte la información que debía proporcionar la sociedad emisora con el fin de que se dieran a conocer por los inversores, además debían entregar folletos a la Junta Sindical y presentar a la Junta balances, cuentas de pérdidas y ganancias, número de títulos emitidos, etc. Otro requisito exigido por el segundo mercado estaba relacionado con la contratación de los títulos, para lo cual se aplicó la figura del creador de mercado aplicado en el *Unlisted Securities Market*, al cual dentro del segundo mercado de Barcelona se lo denominó agente asesor (Anibarro, 2001, pág. 207).

La creación del segundo mercado de Barcelona sirvió como antecedente para fomentar la creación del segundo mercado oficial, el cual nace en el año de 1986, este mercado se caracterizó por implementar requisitos mucho más flexibles que los aplicados en el segundo mercado de Barcelona. De igual manera mantuvo los requisitos correspondientes a la información que debía facilitar la sociedad emisora y lo correspondiente a la contratación de títulos, este mercado fue de aclimatización para que posteriormente puedan intervenir en el mercado oficial (Anibarro, 2001, pág. 214).

En el año de 1988 entra en vigencia una nueva Ley de Mercado de Valores, la cual no contemplaba la figura del segundo mercado bursátil, fueron las sociedades rectoras quienes se encargarían de establecer procedimientos para permitir generar el segundo mercado (Anibarro, 2001, pág. 217).

Como pudimos apreciar las experiencias europeas con respecto a los segundos mercados bursátiles no llegaron a tener mayor trascendencia ya que básicamente consideraron que la solución para que las Pymes pudieran ingresar en Bolsa de Valores era el disminuir o flexibilizar los requisitos para que éstas pudieran ingresar en este mercado, la falencia que tuvieron fue que nunca tomaron en cuenta cual sería la manera más óptima en el que las Pymes a través de este mecanismo puedan llegar a obtener liquidez.

En España se crea el denominado nuevo mercado español en el año de 1999, pero empezó a funcionar una año más tarde a mediados del año 2000, como ya se había indicado anteriormente al realizarse la reforma a la Ley de Mercado de Valores español no se creó normativa alguna con respecto a segundos mercados y mucho menos dejaba la posibilidad de que nuevos mercados pudieran surgir, es por esto que dentro del nuevo mercado se maneja la figura de la autorregulación (Anibarro, 2001, pág. 299).

Quien establecía límites a la autorregulación española era la Ley de Mercado de Valores y las resoluciones emitidas por el Consejo Nacional de Valores español, los requisitos de admisión que se manejaban eran unos especiales para este tipo de empresas (Pymes) y de gran importancia eran las normas de negociación las cuales eran fundamentales para obtener liquidez (Anibarro, 2001, págs. 308,311).

A raíz de que en la mayoría de países en Europa se maneja al euro como moneda oficial, se ha ido buscando mecanismos que integren a las Bolsas de Valores europeas en una sola, de esta manera todos los países europeos en aspectos bursátiles puedan mostrarse como uno solo con relación a los demás países (Anibarro, 2001, pág. 317).

CAPÍTULO III

3. FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES EN BOLSA DE VALORES.

3.1 Concepto de Pymes.

Antes de indicar cuál es el concepto de Pymes, considero pertinente tener claro el concepto de empresa, el cual se diferencia de otras denominaciones, como por ejemplo compañía. Según el Diccionario Jurídico de Cabanellas, señala que empresa es la "organización de personal, capital y trabajo, con una finalidad lucrativa, ya sea de carácter privado, en que persigue la obtención de un lucro para los socios o los accionistas; o de carácter público, en que se propone realizar un servicio público o cumplir otra finalidad beneficiosa para el interés general" (Torres, 1980, pág. 117).

Con respecto al concepto de compañía según el diccionario de Cabanellas indica que es un "contrato consensual por el cual dos o más personas ponen en común bienes, industria o alguna de estas cosas, con el fin de obtener un provecho o ganancia y repartirse las utilidades" (Torres, 1980, pág. 58).

Dentro de la Ley de Compañías en el artículo 1 se hace referencia al contrato de compañías y al régimen legal, el mismo que indica que por contrato de compañía se entiende que es en el que dos o más personas unen sus capitales o industrias, para poder emprender en operaciones mercantiles y poder así participar de sus utilidades, una de las características más sobresalientes de las compañías es que se encuentran reguladas por las disposiciones contendías en la Ley de Compañías y también de la normativa que se encuentran dentro del Código de Comercio y de ser el caso de las disposiciones del Código Civil.

En nuestro país la mayoría de Pymes no se encuentran constituidas como compañía, ya que prima más la informalidad que la formalidad lo cual es otro motivo por el cual existen dificultades al momento de solicitar por ejemplo un crédito a través de alguna institución financiera y así llegar a obtener recursos o el poder acceder a mecanismos creados especialmente para Pymes que se

encuentran dentro de nuestra legislación, como personas naturales que no tienen una mínima estructura organizacional.

Dentro de la normativa ecuatoriana, Código Orgánico de la Producción de la Producción, Comercio e Inversiones, se establece en el artículo 53 la definición de Mipyme, indicando que se trata de toda persona natural o jurídica que realiza una actividad de producción, comercio y/o servicio, que cumple con un número de trabajadores y un valor de ventas anuales establecidos.

El 17 de mayo de 2011, mediante Decreto Ejecutivo 757, publicado en el Registro Oficial Suplemento 450, se emite el Reglamento a la Estructura del Desarrollo Productivo de Inversión, dentro del artículo 106 de éste cuerpo normativo se hace un clasificación entre las Mypimes, para lo cual se tomó en cuenta el valor en ventas anuales y el número de empleados que cada una de las Pymes tiene. Para efectos del presente estudio solamente se tomará en cuenta a las pequeñas y medianas empresas.

Dentro del Reglamento a la Estructura del Desarrollo Productivo de Inversión, en el artículo 106 literal b, se indica que por pequeña empresa se entiende aquella que cuenta con 10 hasta 49 trabajadores y sus ventas anuales van de cien mil dólares de los Estados Unidos de América hasta un millón de dólares de los Estados Unidos de América; en cambio en el literal c del mismo artículo manifiesta que, mediana empresa es aquella que cuenta con 50 hasta 199 trabajadores y sus ventas anuales van de un millón un dólares de los Estados Unidos de América hasta cinco millones de dólares de los Estados Unidos de América.

También la Junta Bancaria del Ecuador en la Resolución Nº JB-2011-1897 de 15 de marzo de 2011, en el numeral 1.1, establece que existen tres tipos de créditos comerciales y dentro de éstos se encuentran los comerciales Pymes (pequeñas y medianas empresas), de los cuales se manifiesta que las Pymes son créditos directos y/o contingentes otorgados a personas naturales o jurídicas, destinados a financiar diversas actividades productivas y de comercialización a una menor escala que el segmento empresarial, con

ingresos por ventas u otros conceptos redituables anuales, directamente relacionados con la actividad productiva y/o de comercialización, que en conjunto sean mayor o igual a cien mil dólares de los Estados Unidos de América (US$ 100.000,00) y menor a un millón de dólares de los Estados Unidos de América (US$ 1.000.000,00) y cuya fuente de pago provenga de dicha actividad.

Como se puede apreciar en nuestro país si existe normativa que ampara y reconoce a las Pymes, por una parte lo que establece el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones; Reglamento a la Estructura del Desarrollo Productivo de Inversión; Resolución de la Junta Bancaria del Ecuador.

El Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, a mi punto de vista es la normativa en que se ve reflejada de manera más detallada varios aspectos relacionados con las Pymes, cabe indicar que dentro del libro tercero de este cuerpo normativo se encuentra plasmada claramente los derechos y obligaciones que este tipo de empresas tienen, y es que a partir de la creación de esta normativa que con mayor sustento se llega a reconoce a las Pymes.

La normativa actual de la legislación ecuatoriana es de gran importancia debido a que no solamente acepta la inserción de las Pymes como fuente productiva y de trabajo dentro del país, sino que también está generando mecanismos que permitan impulsar con mayor ímpetu el desarrollo y fomento de este tipo de empresas.

3.1.1 Visión actual e importancia.

A las pequeñas y medianas empresas se las tiene catalogadas como empresas que se manejan de una manera más sencilla con relación a las grandes empresas. Al ser empresas pequeñas existen ciertos aspectos positivos que generan tales como: que puedan brindar atención más especializada y personalizada hacia los clientes que atienden; se estimula el trabajo en equipo por parte de los miembros de la Pyme para obtener una rápida respuesta a los cambios que se puedan presentar; algunas Pymes realizan actividades en

lugares pequeños y poco explotados por grandes compañías, debido a que la zona en la que desarrollan la actividad es considerada como un pequeño mercado para las grandes compañías (Gelmetti, 2011, pág. 28).

Las principales debilidades que aquejan a las Pymes son las siguientes: no disponen de los suficientes medios tecnológicos para poder hacer de manera más eficiente y eficaz su trabajo, en algunos casos dentro de estas pequeñas o medianas empresas es más grande la necesidad de vender y no se toma en cuenta la calidad de los productos que se están ofertando. Las Pymes tienen poca visión de la realización de negocios en el exterior, el hecho de que estas empresas estén integradas en la mayoría de los casos por miembros de la familia en algunas ocasiones puede llegar a generar inconvenientes al momento de tomar decisiones y un gran problema que tienen las Pymes, es la falta de mecanismos de financiación que les permita desarrollarse y el poder realizar nuevos proyectos (Gelmetti, 2011, pág. 28).

Es preciso aclarar que muchas Pymes son empresas familiares, pero no todas las empresas familiares son Pymes.

Las Pymes son importantes debido a que este tipo de empresas son un gran apoyo para el crecimiento de las economías de los países ya que contribuyen con la producción de bienes y servicios, este tipo de empresas se encargan de generar varias fuentes de empleo y también impulsan el desarrollo de pequeñas regiones con los proyectos que desarrollan (Regaldo, 2007, pág. 73).

3.1.2 Número de Pymes ecuatorianas y actividades que desarrollan.

Con respecto a las Pymes en nuestro país podemos decir que la mayor cantidad de Pymes ecuatorianas se encuentran en Quito y Guayaquil en alrededor de un 80%. Con la promulgación del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, se llega a establecer políticas de fomento y de desarrollo para este tipo de empresas (Pymes). En la Superintendencia de Compañías se tienen registradas 10.475 pequeñas empresas y 4.198 medianas empresas (Ekos negocios, 2011, pág. 16)

Según los registros que maneja el Servicio de Rentas Internas (SRI) indica que en el año 2011 existen 13.332 Pymes entre las cuales 4.661 son medianas empresas y 8.671 son pequeñas empresas, la mayor parte de este tipo empresas se encuentra en Quito y en Guayaquil, a continuación podemos apreciar un gráfico en el que se visualiza lo antes señalada (Ekos negocios, 2012, pág. 35).

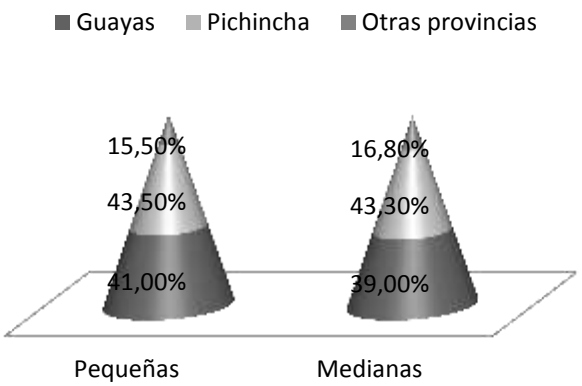

Figura 5. Porcentajes de pequeñas y medianas empresas en el Ecuador, por provincia. Tomado de (Ekos negocios, 2012, pág. 35).

El lugar que actualmente emplean las Pymes en nuestro país es muy importante y las actividades que principalmente se encuentran desarrollando actualmente este tipo de empresas son pesca, acuacultura, producción de banano, y actividades relacionadas con la construcción (Ekos negocios, 2012, pág. 36).

Las actividades que mayor relevancia y mayor rentabilidad generan son la pesca y acuacultura ya que son servicios que tienen una alta demanda por lo general en Estados Unidos y en Europa (Ekos negocios, 2012, pág. 36).

En los gráficos que a continuación se pueden visualizar, se indican cuáles son las actividades que principalmente realizan pequeñas y medianas empresas, los porcentajes que les generan las actividades que llevan a cabo este tipo de empresas (Ekos negocios, 2012, pág. 36).

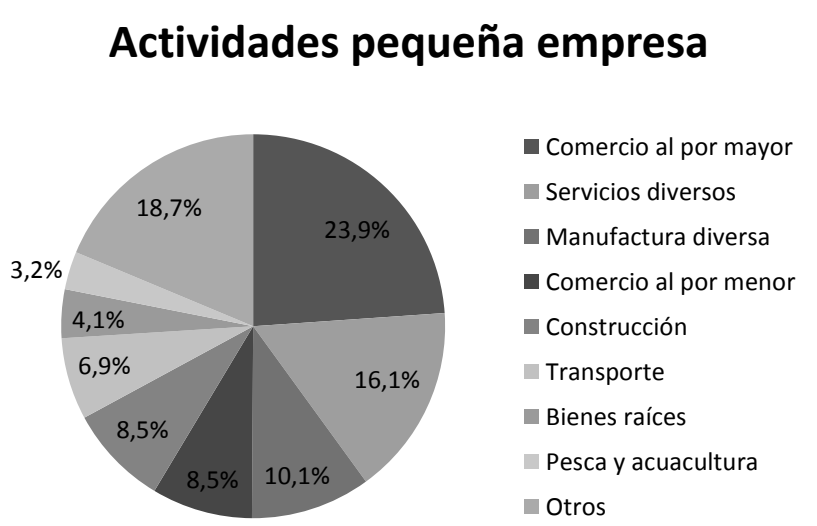

Figura 6. Actividades que realiza en el Ecuador la pequeña empresa. Tomado de (Ekos negocios, 2012, pág. 36).

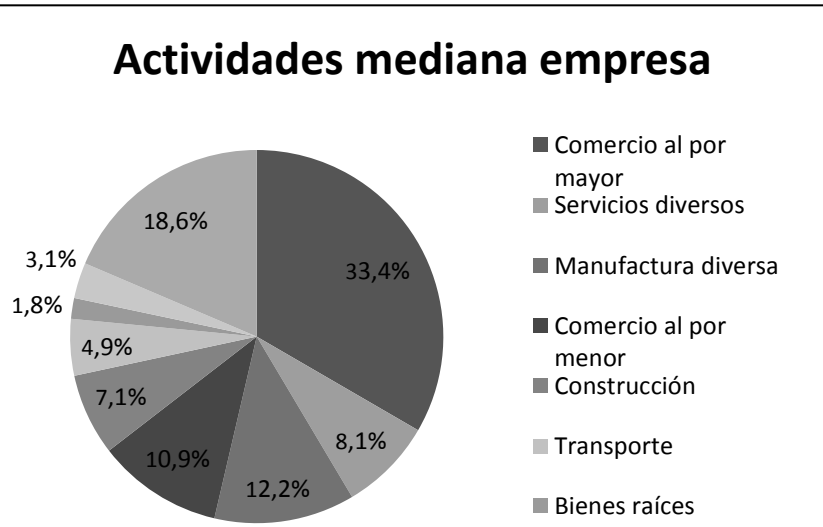

Figura 7. Actividades que realiza en el Ecuador la mediana empresa. Tomado de (Ekos negocios, 2012, pág. 36).

Entre las principales fuentes de financiamiento que tienen las Pymes actualmente son pedir prestado dinero ya sea a una empresa que se encuentre en mejores condiciones económicas o el pedir prestado a alguna persona allegada que tenga recursos, el solicitar un préstamo a una institución financiera o el pedir dinero o usureros (chulqueros) (Ministerio de Industrias y Productividad, 2012, págs. 17, 18).

Como por ejemplo las Instituciones Financieras del Estado (Banco Nacional de Fomento, Corporación Financiera Nacional) han generado líneas de crédito especiales para Pymes, en las que estas entidades prestan dinero a este tipo de empresas para así contribuir al desarrollo o continuación de un proyecto, con el fin de que pequeñas y medianas empresas puedan llegar a concretar sus propósitos (Corporación Financiera Nacional, 2010) (Banco Nacional de Fomento, 2011).

Es así como en el año 2012 en la Corporación Financiera Nacional se realizaron 131 operaciones crediticias a favor de la mediana empresa, y las provincias en que mayor colocación existió fueron en Pichincha y Guayas; con respecto a la pequeña empresa se realizaron 413 operaciones crediticias, al igual que en la mediana empresa las provincias que mayor colocación tuvieron fueron la de Pichincha y Guayas (Corporación Financiera Nacional, 2012).

Dentro de la Corporación Financiera Nacional además de tener las líneas de créditos que otorga a pequeñas y medianas empresas, ha generado el Fondo de Garantía Crediticia (Foga-mype) creado en el año 2009, el cual está diseñado especialmente para los pequeños y medianos empresarios que tienen un proyecto novedoso pero no tienen las suficientes garantías como para solicitar un crédito (Corporación Financiera Nacional, 2012).

El Fondo de garantía Crediticia (Foga-mype) está constituido como un fideicomiso, se encuentra administrado por la fiduciaria fidupacifico, este fondo se encarga de entregar un paquete de garantías a bancos y cooperativas que hayan suscrito una alianza estratégica con CFN y finalmente los bancos y

cooperativas entregarán créditos a pequeños y medianos empresarios (Corporación Financiera Nacional, 2012).

Este Fondo de garantía Crediticia (Foga-mype) es una herramienta de fomento productivo, la cual facilita y democratiza el acceso al crédito para los pequeños y medianos productores (Corporación Financiera Nacional, 2012).

El Banco Nacional de Fomento también maneja ciertas líneas de crédito las cuales permiten que pequeños y medianos empresarios puedan obtener liquidez para desarrollar sus proyectos, como por ejemplo el crédito 5-5-5 el mismo que se otorga a personas naturales o jurídicas que cuenten con un patrimonio de más de veinte mil dólares, se le presta cinco mil dólares por un lapso de cinco años y al cinco por ciento de interés , para poder acceder a este tipo de crédito se debe contar con garantías prendarías, hipotecarias y de ser el caso garantía personal (Banco Nacional de Fomento, 2011).

Las antes mencionadas maneras de financiamiento que se dan a través de las Instituciones Financieras del Estado, son mecanismos eficientes que permiten a las pequeñas y medianas empresas obtener crédito y de esta manera puedan llegar a realizar sus proyectos, me parece que al haberse creado este tipo de préstamos que son específicamente para Pymes permite que estas empresas se sientan integradas dentro de la economía del país.

Es necesario también tener en cuenta que las empresas (Pymes) que se logran beneficiar de estos mecanismos son aquellas que se encuentran formalmente constituidas y cuentan con las garantías necesarias.

Sin embargo hay otros mecanismos de financiamiento para este tipo de empresas a través del mercado de valores, las mismas que serán explicadas a continuación.

3.2 Financiamiento actual de Pymes en Bolsa de Valores.

Anteriormente ya se indicó cuáles han sido los mecanismos tradicionales que han sido empleados por las Pymes para obtener recursos, a continuación

analizaremos ciertos mecanismos específicos para Pymes, en este caso en el mercado de valores, que les permitan llegar a obtener financiamiento.

3.2.1 Características, aportes y debilidades del Registro Especial de Valores no Inscritos (REVNI).

El Registro Especial para Valores no inscritos (REVNI), es un mecanismo de aclimatización el mismo que tiene como finalidad permitir que en un futuro las compañías que cotizan por este medio puedan llegar a realizar transacciones en el mercado oficial (Bolsa de Valores Quito, 2011).

Este mecanismo fue creado, por una parte, por lo que se encuentra establecido en el artículo 34 de la Ley de Mercado de Valores, que indica que las Bolsas de Valores tienen la facultad para implementar mecanismos de negociación para valores no inscritos en bolsa, para lo cual deberán contar con la autorización de la Superintendencia de Compañías. Esta norma está directamente relacionada con la creación del Mercado de REVNI.

Otra fuente de creación de este mecanismo se da a través de la potestad de autorregulación que tiene la Bolsa de Valores, ya que se emitió una Resolución conjunta entre la Bolsa de Valores de Quito y de Guayaquil, la misma que crea al Registro Especial para Valores no inscritos (Bolsa de Valores Quito, 2011).

De igual manera dentro de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, dentro del Subtítulo IV que trata sobre los participantes que prestan servicios en el Mercado de Valores, específicamente en el artículo 42 se hace referencia al registro especial de acciones no inscritas, en el cual se indica que las bolsas de valores deberán contar con un registro especial para valores no inscritos (REVNI), en el cual anotarán las acciones de sociedades del sector privado no inscritas en el Registro del Mercado de Valores, para lo cual se deberán cumplir con ciertos requisitos (Bolsa de Valores Quito, 2011).

Dentro del mecanismo REVNI pueden intervenir los valores de propiedad de entidades y organismos del sector público y las anotaciones de las acciones de las compañías de reciente creación, de acuerdo a lo que establece la

Resolución conjunta de la Bolsa de Valores de Quito y de Guayaquil, de igual manera la Bolsa de Valores ha creado recientemente el mecanismo denominado mipyme bursátil el mismo que acoge la normativa establecida con respecto al mecanismo REVNI (Bolsa de Valores Quito, 2011).

Es preciso indicar cuáles son los requisitos a cumplir para poder ingresar dentro del mecanismo REVNI, los que se encuentran en el título décimo primero artículo 1 del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Quito y en el artículo 56, III.v, Sección III, Capítulo I, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, de fecha 08 de marzo de 2007 el mismo que se encuentra en estado vigente (Bolsa de Valores Quito, 2011).

Entre los requisitos exigidos al artículo Art. 42, III.iv, Sección III, Capítulo I, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, se encuentra la emisión de un acta de la Junta General en la que socios o accionistas aprueben la anotación de valores en REVNI. Es necesario contar con la asistencia de una Casa de Valores la cual se encargará de estructurar y brindar asesoría sobre los valores que se van a cotizar ya sea en valores de renta fija o renta variable, es necesario entregar a la Casa de Valores la información económica, financiera y legal de la compañía posteriormente se deberá emitir un comunicado dirigido a la Presidencia Ejecutiva o Dirección General de la Bolsa de Valores indicando que se inicie con el trámite de anotación en Bolsa de Valores, para lo cual se deberá adjuntar los documentos que han sido presentados a la Casa de Valores.

De acuerdo al artículo 43, III.iv, Sección III, Capítulo I, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, de fecha 08 de marzo de 2007, el mismo que se encuentra en estado vigente, el Directorio de la Bolsa de Valores o el Comité designado, son los entes autorizados para emitir la resolución que autoriza que se aprueben las anotaciones de los valores en REVNI, para lo cual indicará que al día siguiente de la aprobación se deberá realizar una publicación en el diario de mayor circulación, dicha publicación deberá tener la razón social del emisor, el monto

de las acciones anotadas, su valor nominal, clase de acción, serie, vigencia de la anotación y fecha de inicio de la negociación, una copia de esta publicación se deberá hacer llegar a la Bolsa de Valores.

La Bolsa de Valores dentro de los tres días posteriores a la publicación tiene que comunicar a sus miembros y a la Superintendencia de Compañías que se ha realizado la anotación de valores, según lo indica el artículo 43, III.iv, Sección III, Capítulo I, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, de fecha 08 de marzo de 2007.

Es preciso indicar que al tratarse de un mecanismo de aclimatización, los valores que se negocian dentro de REVNI se inscriben únicamente dentro del registro que la Bolsa de Valores que tiene a su cargo, el cual es el Registro Especial de Valores no Inscritos por lo tanto no es necesaria la inscripción en el Registro de Mercado de Valores, ni de la autorización de la Superintendencia de Compañías.

Dentro del artículo 44, III.iv, Sección III, Capítulo I, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, de fecha 08 de marzo de 2007, indica que las anotaciones que se encuentran inscritas en el Registro de Especial de Valores no Inscritos tienen una duración de ciento ochenta días calendario; el emisor puede solicitar una prórroga y en el caso de ser aprobada solo se concederá por una ocasión. Esta disposición reglamentaria se encuentra derogada, mientras que la que se encuentra actualmente vigente se mencionará a continuación.

El Consejo Nacional de Valores emite la Resolución No. CNV-006-2012 de julio 12 de julio de 2012, la cual fue publicada en el Registro Oficial No. 808 del 11 de octubre de 2012, en artículo 59 trata sobre la vigencia de las anotaciones en la que indica que el emisor puede solicitar la anotación de los valores no inscritos en Bolsa de Valores por una sola vez y se mantendrá vigente hasta que llegue al límite del monto máximo de anotación de valores de renta fija. Las Bolsas de Valores tienen el deber de informar al mercado, la fecha de término de la anotación (énfasis añadido).

Dentro de esta nueva normativa se cambia el plazo máximo de anotación de valores de renta fija (Antes máximo 180 días) y solamente se permite realizar una sola anotación de valores de renta fija. Así tenemos que el tercer artículo innumerado posterior al artículo 56, III.v, Sección III, Capítulo I, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores dice que el "Plazo de los valores a negociarse en renta fija.- El plazo de vencimiento de los valores que se pueden negociar a través de la Rueda Especial de Valores de Renta Fija no inscritos en Bolsa y/o en el Registro del Mercado de Valores, no podrá exceder de 36 meses."

Adicionalmente el artículo 59 III.v, Sección III, Capítulo I, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores dice que la "Vigencia de la Anotación.- El emisor podrá solicitar la anotación de los valores no inscritos en bolsa por una sola vez y mantendrá vigente hasta que llegue al límite del monto máximo de anotación de valores de renta fija. Las bolsas de valores deberán informar al mercado, la fecha de término de la anotación."

El emisor o cualquier tenedor podrá solicitar una prórroga ésta deberá ser gestionada con cinco días de anticipación al vencimiento del plazo, en el caso de que se conceda la prorroga el plazo que se otorga será igual al que inicialmente se dio. Para la aprobación de la prórroga se tomarán en cuenta nuevamente los aspectos financieros, económicos, legales de la empresa y que se mantenga cumpliendo los requisitos relativos al REVNI, artículo 59 III.v, Sección III, Capítulo I, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

La Bolsa de Valores de acuerdo al artículo 59 III.v, Sección III, Capítulo I, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, tiene la potestad de poder negar la prórroga, en el caso de que en el plazo inicial no se haya efectuado ninguna negociación, La Bolsa también puede cancelar la anotación en REVNI cuando observe que el emisor deja de acreditar cierto grado de solvencia que afecte el valor del mismo.

Una vez que se cumple el plazo inicial o de prórroga la Bolsa de Valores procederá a cancelar la anotación de los valores del REVNI, artículo 59 III.v, Sección III, Capítulo I, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

En la Resolución del Consejo Nacional de Valores No. CNV-006-2012 de julio 12 de julio de 2012, se agregan varios artículos innumerados y es en el primer artículo innumerado posterior al artículo 56 que se indica que los emisores que no se encuentren inscritos en el Registro del Mercado de Valores, en especial las pequeñas y medianas empresas; las entidades del sector público y las empresas públicas o mixtas podrán negociar valores en la Rueda Especial de Valores de Renta Fija, de Renta Fija no inscritos en Bolsa y/o en el Registro del Mercado de Valores.

Anteriormente en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores de fecha 08 de marzo de 2007, no se establecía un monto máximo para la negociación de valores de renta fija.

En la Resolución del Consejo Nacional de Valores No. CNV-006-2012 de julio 12 de julio de 2012 que trata sobre el monto máximo para la negociación de valores de renta fija de valores no inscritos en Bolsa y en el Registro del Mercado de Valores, el mismo que se halla en el segundo artículo innumerado posterior al artículo 56 de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, se establece un límite el mismo que no podrá ser superior a tres millones de dólares de los Estados Unidos de América, ni que tampoco podrá exceder el 80% total de los activos libres de gravamen del emisor.

En el tercer artículo innumerado de la Resolución del Consejo Nacional de Valores No. CNV-006-2012 de 12 de julio de 2012, que es posterior al artículo 56 de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, indica que el tiempo de duración que de los valores a negociarse de renta fija que se negocian a través de la Rueda Especial de Valores de Renta Fija no inscritos en Bolsa y/o en el Registro del Mercado de Valores, no podrá exceder a 36 meses.

Los beneficios que brinda el mecanismo REVNI, es que permite que se empleen prácticas del Buen Gobierno Corporativo, hace que las asociaciones se formalicen es decir se constituyan en compañías y así puedan llegar a obtener recursos de manera más conveniente.

Entre los aspectos negativos que brinda este mecanismo es que no todas las asociaciones se encuentran constituidas como compañías lo cual ya genera un impedimento para que puedan acceder a este mecanismo, por otra parte otro impedimento que se presenta es que aunque las asociaciones ya se hayan constituido en compañía y cumplan con los requisitos exigidos por la Bolsa no cuentan con activos suficientes, finalmente al no contar con una cultura bursátil se genera un inconveniente tanto en el mercado formal como en el mecanismo REVNI debido a que no existen suficientes compradores de los valores que se emiten.

A continuación analizaremos otro mecanismo que podría emplearse en mercado de valores para que las Pymes puedan llegar a obtener financiamiento.

3.2.2 Características, aportes y debilidades de las Titularizaciones sindicadas (Titularización).

Al hablar de titularizaciones sindicadas es preciso indicar que dentro de nuestra legislación no se encuentran normadas como tales y se acoge el concepto y todos los aspectos correspondientes a la titularización que se encuentra dentro de la Ley de Mercado de Valores.

La titularización como tal es un medio de financiamiento, por el cual se transforman los activos de poca, lenta, o nula rotación en líquidos, estos activos pueden ya existir o se esperara que existan, pero por regla general deben generar flujos futuros (Superintendnecia de Compañías, 2012).

Dentro de la Ley de Mercado de Valores, en su artículo 138, se indica que titularización es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de

ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.

Dentro de la titularización existen varios intervinientes de acuerdo a lo que establece el artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores, como son el originador, que consiste en una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados (énfasis añadido).

De acuerdo a lo que indica la Ley de Mercado de Valores en el artículo 139 cuando habla de la figura jurídica del originador, indica que puede estar conformada por una o más personas jurídicas, al ser la normativa bastante extensa en este aspecto, permite que sea viable la titularización sindicada.

Agente de Manejo según el artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores, es una sociedad administradora de fondos y fideicomisos, está autorizada por la Superintendencia de Compañías, tiene a su cargo las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil y atribuciones que constan en la Ley de Mercado de Valores en el artículo 184, el agente de manejo está obligado a llevar una buena administración del proceso de titularización.

La Ley de Mercado de Valores en su artículo 139 indica que el patrimonio de propósito exclusivo, será siempre el emisor de los valores provenientes del proceso de titularización, es un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización.

Inversionistas, son quienes adquieren e invierten en valores emitidos del proceso de titularización de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores en su artículo 139.

Comité de Vigilancia de acuerdo a lo que determina el artículo 152 de la Ley de Mercado de Valores dice que está encargado de revisar que el agente de manejo cumpla con relación al respectivo patrimonio, a lo que establece la Ley de Mercado de Valores. Se encuentra conformado por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo. No podrán ser elegidos como miembros del mencionado comité los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas al agente de manejo.

La titularización al igual que el fideicomiso cuenta con un patrimonio autónomo, los activos como valores de deuda pública, valores inscritos en el Mercado de Valores, cartera de crédito o los derechos sobre flujos transferidos por el originador son un patrimonio independiente, así lo establece el artículo 141 de la Ley de Mercado de Valores.

Los bienes que se encuentran dentro del patrimonio autónomo se caracterizan por ser inembargables y no cabe ninguna medida cautelar, artículo 141 de la Ley de Mercado de Valores.

Según el Doctor Juan Isaac Lovato el proceso de titularización se realiza de la siguiente manera inicialmente el originador transfiere al patrimonio autónomo activos o derechos, el patrimonio autónomo va a emitir valores con el fin de que éstos sean negociados en el mercado de valores (Apuntes de Clase Mercado de Valores, Dr. Juan Isaac Lovato, 2011).

Las Casas de Valores se encargan de colocar estos valores en Bolsa de Valores para que los inversionistas puedan adquirirlos (Apuntes de Clase Mercado de Valores, Dr. Juan Isaac Lovato, 2011).

Una vez que los inversionistas han adquirido los valores, este dinero vuelve al patrimonio autónomo (Apuntes de Clase Mercado de Valores, Dr. Juan Isaac Lovato, 2011).

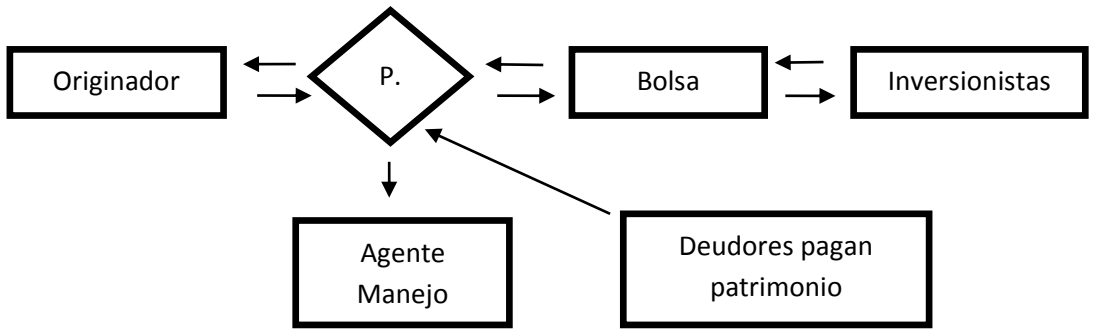

Figura 8. Funcionamiento de la titularización en la práctica según el criterio del Doctor Juan Isaac Lovato. Tomado de Apuntes de Clase Mercado de Valores, Dr. Juan Isaac Lovato, 2011.

El artículo 159 de la Ley de Mercado de Valores, indica cual será el tratamiento tributario a los procesos de titularización, en el que se precisa que la transferencia de dominio de los activos realizados con el fin de desarrollar un proceso de titularización, están exentas del pago de impuestos, tasas y contribuciones; de igual manera son beneficiarias de la exención las transferencias de dominio de bienes inmuebles y no deberán cancelar valores correspondientes a impuestos de alcabalas, registro e inscripción, ni al impuesto a la utilidad en la compraventa de predios urbanos, y los bienes muebles cuentan también exención al pago del impuesto al valor agregado.

El tema de la titularización sindicada en nuestro país es tan nuevo que de acuerdo a los registros de emisores con los que cuenta la Bolsa de Valores de Quito y de Guayaquil se desprende que entre el año 2010 hasta el año 2012 se han realizado únicamente tres titularizaciones sindicadas ((Bolsa de Valores Quito, 1995-2012).

Las tres titularizaciones sindicadas que se han realizado en nuestro país son las siguientes: Titularización Sindicada Flujos-Cadena Productiva Integrada realizada en el año 2010, el monto por el que se realizó esta titularización fue el

de veinte millones de dólares de los Estados Unidos de América, Fideicomiso de Titularización Sindicada de Flujos Deli Shemlon realizada en el año 2011, el monto por el que se realizó esta titularización fue la de siete millones de dólares de los Estados Unidos de América, Fideicomiso Mercantil Irrevocable Titularización Sindicada–Equitatis IBC realizada en el año 2012, el monto por el que se realizó la titularización fue el de cincuenta y siete millones de dólares de los Estados Unidos de América (Bolsa de Valores Quito, 1995-2012).

Para el presente trabajo se dará un breve resumen del fideicomiso mercantil irrevocable de administración de flujos denominado Titularización Sindicada de Flujos-Cadena Productiva Integrada, la cual fue celebrada por las compañías Industrias Lácteas Toni S.A., Plásticos Ecuatorianos S.A., Heladosa S.A., Distribuidora Geyoca C.A. y la administradora de fondos, dicha escritura fue celebrada ante el Notario Trigésimo Quinto del cantón Guayaquil, Abogado Roger Arosemena Benites, con fecha 29 de diciembre de 2009 la misma que se halla debidamente inscrita en el Registro de Mercado de Valores (Escritura de titularización sindicada, 2009).

Dentro de la escritura de contrato de fideicomiso mercantil irrevocable Titularización Sindicada Flujos Cadena Productiva Integrada los Gerentes Generales actúan en este acto mediante la autorización que les ha sido conferida por la Junta General de accionistas, posteriormente se realiza un glosario de términos con la finalidad de que las partes que intervienen y un tercero de ser el caso pueda estar al tanto de la terminología que se va a emplear (Escritura de titularización sindicada, 2009).

En este contrato se va a designar un originador, para el caso de la titularización sindicada analizada el originador será las compañías que se reúnen para realizar esta titularización. Al fideicomiso las empresas originadoras entregaran bienes ya sean estos muebles o inmuebles (Escritura de titularización sindicada, 2009).

Se van a determinar en el contrato ciertos aspectos los cuales se van a indicar a continuación: objeto del contrato que se está celebrando y se va a establecer

cuáles son las instrucciones fiduciarias, los mecanismos de garantía, los derechos y obligaciones que deben ser cumplidos por los inversionistas, originadores y fiduciaria, las atribuciones que tiene el Comité de Vigilancia, se van a pactar cuáles serán los honorarios, la duración del fideicomiso, los motivos por los que se puede dar la terminación del mismo, la liquidación del fideicomiso, los aspectos tributarios que el fideicomiso deberá cumplir, las causales por las que el fideicomiso puede ser reformado (Escritura de titularización sindicada, 2009).

En esta titularización sindicada lo que se titularizó fueron los derechos de cobro que cada una de las empresas esperaba llegar a obtener (flujos futuros), de acuerdo a lo que se visualizará en la siguiente figura (Escritura de titularización sindicada, 2009).

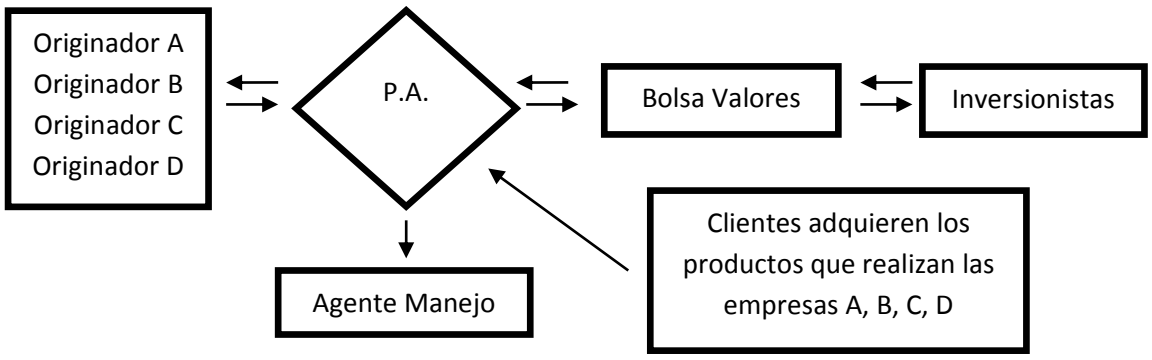

Figura 9. Funcionamiento de la titularización sindicada en la práctica, figura realizada en base a los Apuntes de Clase Mercado de Valores, Dr. Juan Isaac Lovato, 2011. Tomado de Apuntes de Clase Mercado de Valores, Dr. Juan Isaac Lovato, 2011.

A mi punto de vista la titularización sindicada es un medio adecuado para que las Pymes puedan obtener recursos, tomando en cuenta que lo beneficioso de esta figura es que permite que varias personas jurídicas se asocien con el fin de llegar a obtener capital.

El proceso de sindicación es más viable en la práctica si las compañías que se unen realizan actividades similares, como las que pudimos apreciar en el ejemplo antes indicado.

Al estar solas las empresas, procesos como éstos se vuelven complicados de cumplir y se tornan más sencillos, si entre varias compañías que se unen llegan a realizar un proceso de titularización.

Cabe mencionar que dentro de la reforma a la Ley de Mercado de Valores, llevada a cabo por el Ministerio Coordinador de la Política Económica, en el artículo 89 se hace constar la posibilidad de realizar la emisión de obligaciones sindicadas.

La desventaja de este mecanismo es que no ha sido lo suficientemente socializado con la ciudadanía en general, ya que como pudimos constatar dentro de nuestro país se han llevado a cabo muy pocas titularizaciones sindicadas.

Existe la posibilidad de que se emitan obligaciones sindicadas, las cuales podrán ser realizadas por más de un emisor en un solo proceso de oferta pública, cumpliendo lo que disponga la Junta de Regulación del Mercado, de acuerdo a lo que establece el artículo 89 del proyecto de reforma de la Ley de Mercado de Valores.

A continuación analizaremos otro mecanismo que podría ser empleado en mercado de valores para que las Pymes puedan llegar a obtener financiamiento.

3.2.3 Características, aportes y debilidades de las Facturas comerciales.

Mediante Resolución del Consejo Nacional de Valores Nº CNV-02-2008 de fecha 13 de noviembre de 2008 y publicada en el Registro Oficial Nº 492 de 19 de diciembre de 2008, dentro de dicha resolución se resuelve establecer que la factura comercial sea considerada como valor.

Empleando la factura comercial se buscaba que sirva como un medio de pago en lo referente a la compraventa a plazo de mercadería en la cual el vendedor debería entregar al comprador la factura para que éste le devuelva una vez que fuere aceptada la factura, de acuerdo a lo establecido en el artículo 1 de la Resolución del Consejo Nacional de Valores Nº CNV-02-2008 de fecha 13 de noviembre de 2008.

De acuerdo a lo establecido en la Resolución del Consejo Nacional de Valores Nº CNV-02-2008 de fecha 13 de noviembre del 2008, en el artículo primero indica que la factura comercial se caracteriza por tener incorporado un derecho económico, literal y autónomo, el mismo que se ejerce por su legitimado, salvo prueba en contrario se presumirá la legitimidad, autenticidad, licitud de causa y provisión de fondos.

Dentro de esta Resolución el artículo segundo, indica que el valor de la factura comercial tendrá un valor mínimo de mil dólares de los Estados Unidos de América y que el aceptante deberá ser una persona jurídica, antes de que las facturas sean negociadas en mercado de valores se tienen que inscribir las mismas dentro del Registro de Mercado de Valores, se deberán cumplir con los requisitos que solicita el Servicio de Rentas Internas y los que se encuentran de la antes mencionada Resolución del CNV.

En el año 2008 se realiza una reforma al artículo 201 del Código de Comercio, dicha reforma fue publicada en el Registro Oficial Suplemento 498 de 31 de diciembre del 2008.

Dentro del artículo 201 del Código de Comercio se indica que el comprador debe exigir del vendedor una factura en la que se encuentre el detalle de la mercadería vendida, y que al pie de la factura se ponga el recibo del precio sea total o parte de lo que se le ha entregado, dentro de los ocho días siguientes de entregada la factura no hubiera reclamo alguno sobre la factura se entenderá que fue irrevocablemente aceptada.

Con respecto a las facturas comerciales el Código de Comercio indica en su artículo 201 que “Las facturas comerciales que tengan una orden incondicional

de pago y su aceptación haya sido dada por el comprador de bienes o su delegado, con la declaración expresa de que los ha recibido a su entera satisfacción, tienen el nombre de facturas comerciales negociables y tienen la naturaleza y carácter de título valor, en concordancia con lo establecido en los artículos 2 y 233 de la Ley de Mercado de Valores".

Las disposiciones relativas al pagaré a la orden son aplicables a la factura comercial, podrán emitirse las facturas de manera desmaterializada o físicas, en el caso de que se emitan facturas físicas se tendrá que tener de cada una de ellas tres ejemplares, el original le corresponde al comprador de los bienes y la primera y segunda copia le corresponden al vendedor, solamente la primera copia es transferible. El original y la segunda copia llevarán la frase de no negociable y para el cobro y pago de la misma se deberá presentar la primera copia, así lo determina el artículo 201 del Código de Comercio.

Mediante Resolución del Consejo Nacional de Valores CNV-001-A-2009 de fecha 01 de junio de 2009, la misma que se encuentra publicada en el Registro Oficial Nº 630 de fecha 09 de julio de 2009, la que se encuentra en la sección I, Capítulo X, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, trata sobre las Facturas Comerciales Negociables, artículo primero que trata sobre la inscripción en el Registro del Mercado de Valores, donde se establece cuales son los requisitos de inscripción de las facturas comerciales negociables, la sección segunda trata sobre el mantenimiento de la inscripción de las facturas comerciales para lo cual deberán presentar ante la Superintendencia de Compañías hasta el 31 de marzo y 31 de julio de cada año el monto que ha sido colocado en el año y en cada semestre.

En la sección tercera que trata de el valor a negociarse, Capítulo X, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, que habla sobre las Facturas Comerciales Negociables, el artículo 3 indica que el valor a negociarse no podrá ser superior al noventa por ciento del valor total de la factura. Las Casas de Valores tienen la obligación de verificar idoneidad de las firmas del aceptante y del emisor así lo determina el artículo cuarto de la

sección tercera que trata del valor a negociarse, Capítulo X, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

Dentro de la sección cuarta se trata sobre la negociación de facturas comerciales negociables no inscritas en el Registro del Mercado de Valores, Capítulo X, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Resolución CNV-001-A-2009 de fecha 01 de junio de 2009, artículo quinto indica que las facturas podrán negociarse en el mecanismo de negociación para valores no inscritos. Las personas naturales que sean emisoras de facturas y que no puedan inscribirse dentro del Registro de Mercado de Valores podrán negociar sus facturas a través del Registro de Valores no Inscritos (REVNI).

Es preciso indicar que el sistema de negociación de facturas comerciales negociables está relacionado directamente con el mecanismo REVNI.

La negociación de facturas comerciales dentro de Bolsa de Valores, se esperaba que tuviera gran acogida ya que al tratarse de ser una factura comercial negociable se pretendía que iba a ser de fácil circulación por el hecho de ser negociable, más no se llegaron a cumplir con los efectos esperados ya que se establecieron una serie de requisitos los cuales impidieron que la transacción se realice de la manera ágil que se esperaba, por lo tanto no ha habido negociación por los aceptantes.

3.3 Nuevas formas de financiamiento para las Pymes ecuatorianas.

Anteriormente se indicaron cuáles son los mecanismos vigentes que permiten a las Pymes formar parte del mercado de valores en el Ecuador, a continuación se tratará sobre un mecanismo denominado Mercado Alternativo Bursátil el mismo que ha sido empleado principalmente en España.

3.3.1 Mercado Alternativo Bursátil.

El Mercado Alternativo Bursátil y conocido por sus siglas como MAB se crea el 21 de febrero de 2006, a través de Bolsas y Mercados Españoles nace este

mecanismo con el fin de ser una alternativa de financiación para aquellas empresas pequeñas y medianas (Pymes) que cuentan con proyectos interesantes a las cuales la opción de ingresar en la Bolsa oficial les es casi imposible. El Mercado Alternativo Bursátil es un sistema organizado de negociación forma parte de la Bolsa de Valores, se encuentra regulado dentro de la Ley de Mercado de Valores española y esta supervisado por la Comisión Nacional de Mercado de Valores (Bolsas y Mercados Españoles, 2008, pág. 65.66)

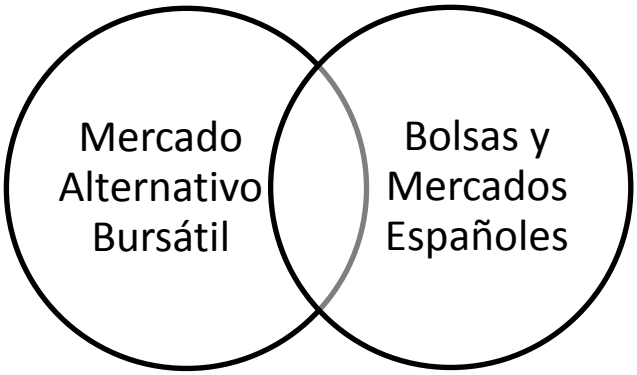

Figura 10. Mercado Alternativo Bursátil forma parte de las Bolsas y Mercados Españoles. Tomado de: (Bolsas y Mercados Españoles, 2013).

En España el Mercado Alternativo Bursátil se origina como un mecanismo de financiación alternativo el cual abarca especialmente a las empresas de pequeño y mediano tamaño (Pymes) que tienen proyectos innovadores y posibilidades de crecimiento, pero que encuentran dificultades al momento de obtener capital y el poder llevar a cabo esos proyectos, este mecanismo se llegó a realizar gracias la visualización de los mecanismos que se manejaban en otros países como es el *Alternative Investement Market (AIM)* de Inglaterra y el *Alternext* de Francia, tomando en cuenta estas experiencias más la realidad española con respecto a este tema, de esta manera nace el Mercado Alternativo Bursátil en España (Carro & Veloso, 2010, pág. 13).

Las empresas de pequeño y mediano crecimiento que desean participar dentro del Mercado Alternativo Bursátil deberán cumplir con ciertos requisitos entre ellos principalmente está el que deben encontrarse constituidas como compañía específicamente como sociedad anónima ya sean éstas nacionales o extranjeras, deberán contar con que capital social deberá estar totalmente pagado, libre transmisibilidad de sus acciones y se deberán acoplar a las normas internacionales de información financiera (NIIF) (Bolsas y Mercados Españoles, 2012).

Las compañías que quieren ingresar a formar parte del Mercado Alternativo Bursátil deberán cumplir con los requisitos de transparencia, también deberán de tener en cuenta que intervendrán nuevos actores como son el asesor registrado y un proveedor de liquidez, a mi punto de vista este aspecto estará muy vinculado con la apertura de mentalidad que deberán de mantener los miembros de la compañía al momento en que estos actores intervengan en ciertos aspectos que están relacionados con los órganos de gobierno y sus formas de actuación.

La figura del asesor registrado nace en el año 2008 cuando el Consejo de Administración del Mercado Alternativo Bursátil autoriza que se incluya esta figura. Para la creación del asesor registrado se tomó como referencia a la figura del *advisor* que se encuentra en el *Alternative Investment Market (AIM)* (Bolsas y Mercados Españoles, 2008, pág. 32).

El asesor registrado por lo general suele ser una persona jurídica que cuente con la experiencia en asesoramiento a compañías en mercado valores, pueden también ser asesores registrados las instituciones financieras, las empresas de servicios de inversión (Bolsas y Mercados Españoles, 2008, pág. 33).

De igual manera se analizará que el asesor registrado que va a orientar a la compañía, cuente con la experiencia suficiente en dirigir a las compañías en los temas relacionados con el mercado de valores (Bolsas y Mercados Españoles, 2008, pág. 32).

La labor que cumple el asesor registrado es muy importante y extensa debido a que está encargado de guiar y asesorar a la compañía en todos los aspectos tales como legales, financieros, y busca que la compañía previa a la incorporación en el mercado de valores cumpla con sus obligaciones de manera transparente, en caso de que llegue a existir algún inconveniente, los miembros de la compañía deben encargarse de informar lo ocurrido al MAB, quien adoptará medidas correctivas en contra de ese asesor (Bolsas y Mercados Españoles, 2008, pág. 33).

En el caso de que el asesor registrado no llegare a cumplir con las obligaciones que tiene a su cargo se le impondrán sanciones que van desde una amonestación escrita la cual indica que se tomen las medidas correctivas e incluso podría llegar a establecerse la suspensión como asesor registrado y el ya no tomarle en cuenta como asesor registrado para próximas ocasiones (Bolsas y Mercados Españoles, 2010, pág. 6).

El asesor registrado a mi punto de vista es una figura bastante interesante y novedosa ya que como se vio anteriormente se encarga de prestar asistencia a las Pymes en el proceso de integración al mercado de valores desde la etapa inicial hasta que los valores de estas empresas (Pymes) se encuentran negociando en Bolsa. No dejo de considerar que la figura del asesor registrado es muy atractiva pero dentro de la realidad ecuatoriana la aplicabilidad de esta figura en el mercado de valores integrado por Pymes al adoptar a esta figura les generaría un costo extra y el cumplimiento de ciertos requisitos adicionales.

A continuación se hablará sobre el proveedor de liquidez otra figura que forma parte del Mercado Alternativo Bursátil.

Las compañías que van a emplear el mecanismo del Mercado Alternativo Bursátil, no tienen mayor liquidez por lo tanto deberán de contar con un proveedor de liquidez, el cual será una empresa de servicios de inversión o una institución financiera, con la cual la compañía suscribirá un contrato de liquidez (Bolsas y Mercados Españoles Sistemas de Negociación, S.A. , 2010, pág. 9)

El contrato de liquidez tiene como finalidad el brindar liquidez a las transacciones y de esta manera tener cierta continuidad de contratación, otra de las funciones que tiene a su cargo el proveedor de liquidez es el analizar y establecer de manera eficiente cual es el precio de las acciones a negociarse, al momento en que brinda liquidez. El proveedor de mercado deberá manejar una buena estructura organizativa interna que permita que no se vinculen los empleados encargados de gestionar el contrato de liquidez con la compañía que se encuentre manejando las acciones. (Bolsas y Mercados Españoles Sistemas de Negociación, S.A. , 2010, pág. 9)

En el caso de que los proveedores de liquidez no cumplieren con sus obligaciones se los podrá suspender o excluir (Bolsas y Mercados Españoles Sistemas de Negociación, S.A. , 2010, págs. 9,10).

La figura del proveedor de liquidez al igual que la del asesor registrado es bastante novedosa, las obligaciones que mantiene el proveedor de liquidez con la compañía considero que son bastante delicadas por lo que debe de realizar las acciones encomendadas de manera eficiente y transparente. La aplicación del proveedor de liquidez al igual que la del asesor registrado en el mercado de valores ecuatoriano sería de difícil aplicación ya que sería un requisito más que tendrían que cumplir las Pymes ecuatorianas, con lo cual el proceso de acceder a cotizar sus valores en Bolsa se vería complicado.

Con respecto a las figuras como la del asesor registrado y la del proveedor de liquidez podemos llegar a decir finalmente que ambas se encargan de prestar ayuda a las compañías en los momentos previos a que los valores sean cotizados en Bolsa y cuando los valores ingresan dentro de la Bolsa de Valores a cotizarse.

Al momento en que las compañías deciden optar por el mecanismo del Mercado Alternativo Bursátil deberán proporcionar la información que les sea requerida.

Se estima que el proceso de incorporación de las compañías en el Mercado Alternativo Bursátil va entre los tres y seis meses para lo cual las compañías

interesadas deberán cumplir con ciertos requisitos, los mismos que están divididos de la siguiente manera: primero existe la fase de decisión para la cual la compañía deberá adoptar ciertos acuerdos sociales con el fin de integrarse en este mecanismo, nombrar a un asesor registrado y revisar la situación de la compañía, posteriormente se presenta una solicitud de incorporación en la que conste la información detallada de la compañía, se deberá realizar un folleto informativo en el que conste las actividades que la compañía realiza, las metas y objetivos que busca llegar a cumplir (Bolsas y Mercados Españoles, 2012).

Cumplidos con la presentación de los documentos solicitados anteriormente, el Mercado Alternativo Bursátil analizará la solicitud presentada, y en el caso de aceptar la incorporación de la compañía en el MAB emitirá una resolución a favor de la compañía (Bolsas y Mercados Españoles, 2012).

El Mercado Alternativo Bursátil analizará la solicitud presentada por la compañía, una vez que ha analizado los documentos del resultado de la revisión emitirá una resolución a favor de la compañía en la que le permite ingresar al MAB (Bolsas y Mercados Españoles, 2012).

Está encargado el Mercado Alternativo Bursátil en publicar en el Boletín de Cotización la resolución y se procederá a inscribir a esa compañía en el Registro de Anotación (Bolsas y Mercados Españoles, 2012).

La manera en que se realiza el proceso para que las compañías puedan ingresar al Mercado Alternativo Bursátil me parece que es bastante sencillo con respecto a los requisitos que deben de cumplir y documentos que deben de presentar, además que el tiempo en el que conocerán las Pymes si pueden formar parte del MAB me parece prudente.

Otro ejemplo de este tipo de mecanismos se encuentra en Sudamérica, específicamente en Perú desde el año 2012 se maneja un mecanismo denominado Mercado Alternativo de Valores, el mismo que es un segmento del mercado de valores, cuenta con un régimen de menores requerimientos y obligaciones con respecto a la información que debe ser presentada, dentro de este mecanismo se pueden ofertar valores representativos al capital social,

instrumentos de corto plazo y bonos (Superintendnecia del Mercado de Valores, 2013).

Para que las compañías puedan ingresar dentro de este mecanismo deberán ser medianas empresas las cuales hayan tenido una facturación de hasta doscientos millones de soles dentro de los tres últimos años, no haber negociado valores en Bolsa, presentar una calificación de riesgo, estados financieros y presentar una memoria de los principios del Buen Gobierno Corporativo, las compañías que cumplen con estos requisitos podrán intervenir dentro del Mercado Alternativo de Valores, en el cual está permitida la oferta de acciones del capital social, los bonos del mercado primario y secundario (Superintendnecia del Mercado de Valores, 2013).

3.3.1.1 Estructura.

El Mercado Alternativo Bursátil se encuentra organizado de la siguiente manera: inicialmente el mercado estará dirigido y gestionado por las Bolsas de y Mercado Españoles, Sistemas de Negociación S.A., las mismas que se encuentran representadas a través del Consejo de Administración, el cual se encuentra encargado de la dirección, gestión del Mercado y de establecer las normas generales de estructuración (Bolsas y Mercados Españoles, 2010).

Dentro de este mecanismos existe un Comité de Coordinación e Incorporaciones, al cual se le encuentran adscritos ciertos órganos especializados como son la Comisión de Supervisión encargada de la inspección y supervisión del funcionamiento del mercado y de la Comisión de Arbitraje encargada de la resolución de posibles controversias que puedan generarse entre los miembros del mercado (Bolsas y Mercados Españoles, 2010).

También existe un Director Gerente el cual tiene a su cargo el poner en marcha las directrices generales establecidas por el Consejo de Administración y el realizar las gestiones diarias del mercado (Bolsas y Mercados Españoles, 2010).

La Comisión Nacional de Mercado de Valores tiene la potestad de supervisar al Mercado Alternativo Bursátil, a sus miembros y las demás entidades que participen dentro de este mecanismo (Bolsas y Mercados Españoles, 2010).

Figura 11. Estructura jerárquica de organización del Mercado Alternativo Bursátil. Tomado de: (Bolsas y Mercados Españoles, 2010).

3.3.1.2 Características

El Mercado Alternativo Bursátil es un mecanismo que se caracteriza por ser un sistema de negociación operado por las Bolsas, el mismo que se encuentra supervisado por la Comisión Nacional de Mercado de Valores (Bolsas y Mercados Españoles, 2012)

En este mecanismo pueden participar los valores de la Unión Europea y valores de Latinoamérica, se aceptan como inversores tanto a los particulares como a los entes institucionales (Bolsas y Mercados Españoles, 2010).

A través del Mercado Alternativo Bursátil las compañía no solamente llegan a obtener financiación sino que se vuelven más visibles hacia los inversores, y llegan a tener una mayor valoración (Bolsas y Mercados Españoles, 2010).

Es un mecanismo que busca que las compañías que se encuentran en proceso de crecimiento (Pymes), a través del sistema de información y de contratación que maneja el Mercado Alternativo Bursátil pueden adaptarse (Bolsas y Mercados Españoles, 2010).

3.3.1.3 Efectos en las pymes.

Partiendo del hecho que el Mercado Alternativo Bursátil fue creado con la visión de ser un mecanismo que se ajusta a las necesidades de una compañía que tiene posibilidades de crecimiento, por lo tanto el mecanismo que se emplea es uno especial el cual busca que más compañías vean en este mecanismo como el más adecuado para obtener financiamiento (Bolsas y Mercados Españoles, 2010).

Este mecanismo además de brindar liquidez a la compañía, genera como resultado el que la compañía obtenga una mayor notoriedad, prestigio e imagen de su marca, al tener a su haber estos elementos permite que las relaciones que la compañía maneja con sus clientes, proveedores, bancos, etc., se desarrollen en un ambiente de mayor seguridad y confianza; de igual manera como requisito para cotizar dentro de este mecanismo se establecen altos niveles de transparencia y de información los cuales a mi punto de vista se ven plasmados al momento de realizar campañas de marketing y publicidad que buscan hacer que la compañía sea más conocida (Bolsas y Mercados Españoles, 2010).

Como inversores dentro del Mercado Alternativo Bursátil existe una amplia gama de quienes están permitidos que sean inversores como son los inversores nacionales, extranjeros y también inversores institucionales (Bolsas y Mercados Españoles, 2010).

Finalmente el Mercado Alternativo Bursátil sirve como un medio de preparación o aclimatización para que las compañías puedan posteriormente cotizar en el mercado oficial (Bolsas y Mercados Españoles, 2010).

3.3.1.4 Potencial caso práctico aplicable en el Ecuador.

Al haber estudiado los mecanismos que se han empleado en varios países europeos ya sean como segundos mercados o como mecanismos alternativos especialmente en Europa y también al haber analizado y revisado cada uno de los mecanismos que existen en nuestro país para las Pymes, considero que un posible mecanismo que favorecería las Pymes para que puedan llegar a tener financiamiento será el que a continuación se va a explicar.

Primero indicaré el caso en la teoría y posteriormente lo haré mediante un ejemplo.

El presente caso se va a manejar mediante facturas comerciales negociables las mismas que van a ser aceptadas por una compañía grande, reconocida, la compañía podrá ser pública o privada y quienes van a emitir la factura serán pequeños proveedores de esa compañía (Pymes).

Los pequeños proveedores (Pymes) en vez de esperar que se cumpla el plazo en que la compañía grande pague la factura, podrán acudir a la Bolsa de Valores con la factura, la cual será vendida a la Bolsa de Valores con un descuento mínimo, quien fija el descuento es el mercado.

Los pequeños proveedores (Pymes) deberán cumplir con ciertos requisitos mínimos que la Bolsa de Valores y la Superintendencia de Compañías les solicitará para que su factura comercial pueda ser negociada en Bolsa en base a las normas que expida el órgano regulador, se podrá solicitar por ejemplo que se encuentren constituidos como compañía, presentar los últimos balances de la compañía, y los nombramientos vigentes de los representantes de la compañía.

La Bolsa de Valores mediante la potestad de autorregulación que tiene, emitirá una norma de autorregulación en la cual establecerá lo siguiente: por una parte indicará el porcentaje que la Bolsa de Valores cobrará al pequeño empresario (Pymes) por entregar su factura para ser negociada (comisión de Bolsa), el

porcentaje a cobrar por la Bolsa será un porcentaje mínimo, para desarrollar inicialmente este mercado.

Vale la pena aclarar que el esquema aplicable en nuestro mercado es con la participación de las Casas de Valores justamente con el objetivo de orientar al inversor con el profesional experto en la materia.

En caso de considerarse como obstáculo su intervención debido al costo de la comisión se podría normar para que cobren una comisión reducida por algún tiempo hasta que se logre desarrollar este mercado de facturas.

Se podría pensar como opción el eliminar la intervención de las Casas de Valores, una vez que el mercado se encuentre lo suficientemente consolidado por los partícipes del mismo.

Dado el caso de que se eliminen las Casas de Valores dentro de esta norma de autorregulación se establecería que la Bolsa de Valores pondrá en conocimiento del inversor las actividades que la compañía grande ha realizado en Bolsa de Valores, como la cotización de valores de la compañía en Bolsa, emisión de obligaciones, acciones, titularizaciones, esta información que brinda la Bolsa al inversionista tiene el objetivo de que conozca el inversionista que la factura que está adquiriendo pertenece a una compañía reconocida y solvente lo cual le brindará seguridad; si no ha participado en Bolsa esta compañía aceptante le dará al menos la información general económica-financiera de la misma.

La finalidad de que el aceptante de la factura sea una compañía solvente, prestigiosa y reconocida brinda a los inversionistas seguridad, debido a que los inversores tienen la certeza de que la factura adquirida va a ser pagada en el plazo establecido.

Las ventajas que este mecanismo brinda es que los requisitos que debe cumplir el pequeño proveedor (Pymes) son mínimos, con relación a los requisitos que grandes compañías deben de cumplir cuando optan por emplear algún mecanismo que les permita llegar a obtener financiamiento a través de la

Bolsa de Valores. En este caso, los pequeños proveedores (Pymes) no deberán de presentar ni calificación de riesgo, ni prospecto informativo pero para su inscripción en el registro de mercado de valores, deberán de presentar los documentos antes mencionados.

Las facturas comerciales que se negociarán en Bolsa de Valores serán atractivas para los inversionistas ya que estos títulos son aceptados por compañías grandes y reconocidas, con respecto a la persona que acepta la factura será el apoderado o delegado del representante legal de la empresa y se tiene que constatar que quien acepte la factura tenga la competencia para hacerlo, con la finalidad de que tenga plena validez la aceptación.

Por lo tanto todos los entes que intervienen dentro de este mecanismo salen ganando. Por una parte los pequeños proveedores (Pymes) reciben el pago de su factura con un descuento mínimo en un tiempo menor al plazo de cobro de la factura que la compañía grande aceptó, los inversionistas adquieren un título de una compañía grande y reconocida, obteniendo una inversión segura y rentable.

Al mecanismo antes indicado no se lo puede comparar con el factoring ya que el factoring se trata de un contrato en el que interviene una empresa de factoraje o una institución financiera y una empresa. La empresa va a trasmitir a la empresa de factoraje o institución financiera sus facturas, ésta a su vez le entregará el dinero por las facturas recibidas y posteriormente a su vencimiento las cobrará (Velasco, 2005, págs. 35, 36).

Esto se desarrolla en un mercado estrictamente privado donde las condiciones las establece la institución financiera de manera unilateral (descuento aplicable, garantías adicionales, etc.).

En cambio en el caso propuesto quien fija el precio de la factura (descuento) es el mercado en función de la información del aceptante. No es una negociación privada y por lo tanto gana el emisor de la factura y el inversor.

A continuación indicaré el siguiente ejemplo. Por una parte tenemos al aceptante de la factura (compañía grande, reconocida) que en este caso se denominará La Favorita y esta compañía tiene a sus proveedores de aguacates, frutillas, lechugas (pequeños proveedores, Pymes), la factura que ha sido debidamente aceptada por el delegado o apoderado del representante legal de la compañía, será pagada en un plazo de tres meses.

Los proveedores de aguacates, frutillas, lechugas (pequeños proveedores, Pymes) no pueden esperar los tres meses para poder cobrar esta factura, ya que como sabemos sus economías están en vía de crecimiento, tienen obligaciones por cumplir y no pueden esperar tanto tiempo para tener liquidez.

Por lo tanto deciden ir a la Bolsa de Valores de Quito, para lo cual presentarán la primera copia de la factura la cual ha sido debidamente aceptada por el delegado o apoderado del representante legal de la compañía aceptante, con los requisitos mínimos que la Bolsa de Valores de Quito establece para que pequeños proveedores (Pymes) puedan negociar estos títulos.

Para lo cual presentaran los documentos solicitados por la Bolsa de Valores como son la escritura en la que indican que se encuentran conformados como compañía, sus últimos balances y los nombramientos vigentes de los representantes legales, una vez que la Bolsa de Valores de Quito verifica que los documentos presentados por los pequeños proveedores (Pymes) y que la factura comercial negociable cumple con las disposiciones contenidas en el Código de Comercio, decide aceptar el título.

Dentro de la norma de autorregulación emitida por la Bolsa se establece que la Casa de Valores deberá de ratificar la validez de la factura que ha sido emitida por el pequeño proveedor (Pymes) y aceptada por la compañía reconocida, constatado este hecho adquirirá la factura del pequeño proveedor con un mínimo descuento, para que pueda ser negociada, por ser un mercado de volumen que debe ser masificado.

Con la finalidad de atraer inversionistas para que adquieran facturas aceptadas por compañías reconocidas, la Bolsa de Valores proporcionará información de

la compañía reconocida en la que indicará las actividades que la compañía grande ha realizado dentro del mercado de valores ecuatoriano al inversionista, lo cual tiene como propósito brindarle confianza de que la factura será pagada por la compañía reconocida en el plazo determinado, en este caso el inversionista a los tres meses solicitará el cobro de la factura a La Favorita.

Dentro del gráfico se puede evidenciar lo antes indicado de manera más sencilla.

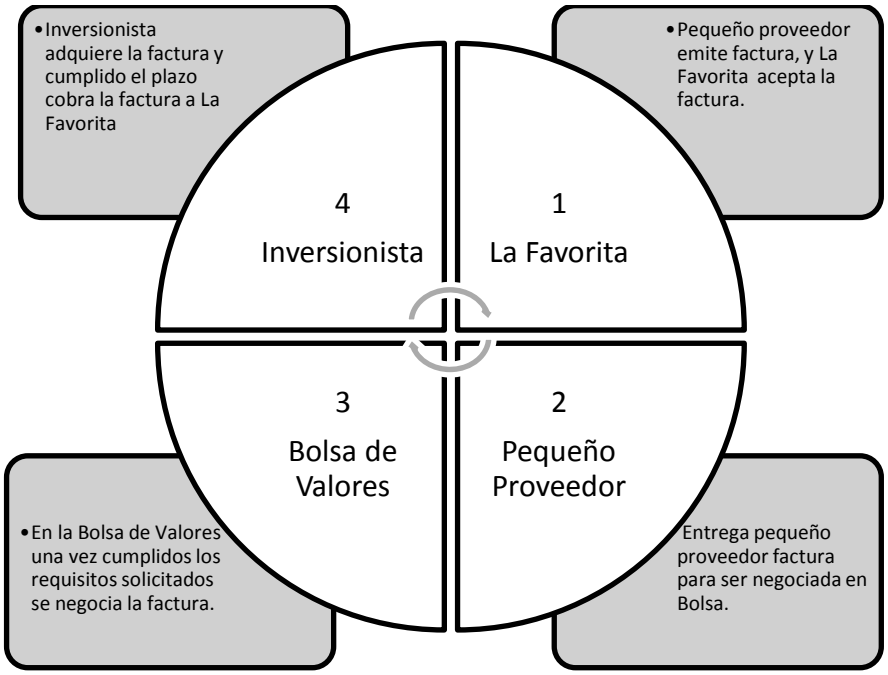

Figura 12. Caso práctico de mecanismo alternativo de financiación para las Pymes.

Como se indicó anteriormente este mecanismo puede ser empleado tanto en el sector público como en el privado y se podrían llegar a emplear facturas de corto, mediano y largo plazo de cobro.

Previo al funcionamiento de este mecanismo alternativo debería de emitirse normativa que regule este sistema, por el órgano de regulación Consejo Nacional de Valores, de ser el caso también se deberá emitir las normas de

autorregulación por la Bolsa de Valores y la Superintendencia de Compañías se encargará de vigilar y controlar el desempeño de este mecanismo.

El que existan normas que regulen y controlen este mecanismo es totalmente beneficioso ya que brinda mayor seguridad y respaldo a los inversionistas que adquirirán los títulos que se negocian dentro de este mecanismo alternativo.

Conclusiones

Al encontrarnos dentro de un Estado constitucional de derechos, en el que el Estado busca que el comercio que se genere sea justo, en igualdad de condiciones y de oportunidades para lo cual brindará especial protección a sus empresas nacionales, en el caso de las Pymes se puede ver reflejado este precepto en la normativa que ampara a las Pymes como es el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, Ley Orgánica de la Economía Popular y Solidaria y del Sector Financiero Popular y Solidario, Ley de Mercado de Valores.

Contar con nuevos actores (Pymes) dentro del mercado de valores que ingresan a cotizar sus valores en Bolsa de Valores contribuye a fortalecer e incentivar la cultura bursátil en nuestro país.

El que las Pymes puedan cotizar valores dentro de Bolsa de Valores al igual que lo hacen las grandes compañías, les permite tener una alternativa de financiamiento con costos menores y de manera más ágil en comparación a lo que brinda el sistema financiero.

Recomendaciones.

La Bolsa de Valores conjuntamente con la Superintendencia de Compañías y específicamente con el área de Mercado de Valores, deberían de brindar mayor capacitación a pequeños y medianos empresarios (charlas, seminarios, capacitación virtual) en la que se indique cuáles son los mecanismos actuales que la Bolsa de Valores ofrece para que las Pymes puedan visualizar a la Bolsa como un mecanismo óptimo por el cual a través de la cotización sus valores puedan llegar a obtener financiamiento, de igual manera esta capacitación se deberá de ofrecer a los inversionistas para que tengan conocimiento sobre los mecanismos que la Bolsa ofrece y puedan realizar inversiones en mercado de valores.

La capacitación que se brinde a pequeños y medianos empresarios les permitirá tener conocimiento de que existen otras maneras de financiamiento

diferentes (mercado de valores) a las que tradicionalmente han estado empleando, esta capacitación de igual manera permitirá a los inversores tener conocimiento de los beneficios económicos que les genera el invertir en mercado de valores, el cual es mayor en comparación a los beneficios económicos brinda el sistema financiero.

Considero que se debería de incentivar la implementación de mecanismos alternativos, como el expuesto en este trabajo, el mismo que cuenta con requisitos de fácil cumplimiento para que las Pymes puedan acceder a negociar sus títulos en Bolsa de Valores, para lo cual se deberá contar con normativa emitida por el órgano de regulación y con la vigilancia del ente de control de correspondiente de esta manera se romperá la concepción mantenida de que solamente las grandes compañías pueden cotizar valores en Bolsa.

Se debe de realizar los cambios en las leyes y reglamentos necesarios para que se puedan implementar estos mecanismos alternativos.

Referencias

Anibarro, S. H. (2001). *El Nuevo Mercado de Valores Tecnológicos.* España, Madrid: Civitas Ediciones S.L.

Asesor Registrado en el MAB, Circular 10/2010 (Bolsas y Mercados españoles 04 de 01 de 2010).

Banco Nacional de Fomento. (2011). Microfomento. Recuperado el 09 de 01 de 2013, https://www.bnf.fin.ec/index.php?option=com_content&view=article&id=360&Itemid=318&lang=es

Bolsa de Valores Quito. (2011). Normativa, autorregulación. *Reglamento General de la Bolsa de Valores de Quito* . Quito, Pichincha, Ecuador.

Bolsa de Valores Quito. (1995-2012). Emisores, listado de emisores. Recuperado el 03 de 01 de 2013, http://www.bolsadequito.info/emisores/listado-de-emisores/

Bolsa de Valores Quito. (2012). La Bolsa de Valores. Recuperado el 15 de 10 de 2012, http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/las-bolsas-de-valores/

Bolsa de Valores Quito. (2012). Diccionario Bursátil. Recuperado el 20 de 10 de 2012, http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/publicaciones/diccionario-bursatil/120105141358-748c4f544d9b458e8e814dcba3c1a059_diccionario.pdf

Bolsa de Valores Quito. (2012). *Estadísticas*. Recuperado el 21 de 10 de 2012, http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-diaria/boletin-diario/

Bolsas y Mercados Españoles. (2012). El Mercado Alternativo Bursátil: una alternativa para financiar el crecimiento empresarial. Recuperado el 22

de 01 de 2013, www.marioalonso.com/wp.../el-mercado-alternativo-bursatil.pdf

Bolsas y Mercados Españoles. (2013). ¿Qué es el MAB?. Recuperado el 22 de 01 de 2013, http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm

Bolsas y Mercados Españoles. (24 de 05 de 2010). Mercado Alternativo Bursátil, Reglamento General. Recuperado el 29 de 01 de 2013, http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm

Bolsas y Mercados Españoles Sistemas de Negociación, S.A. (2010). Madrid, España: Normas de contratación de acciones de empresas en expanción a través del Mercado Alternativo Bursátil.

Bolsas y Mercados Españoles, (2008). Asesores registrados pilotos del MAB. Madrid, España: Actualidad.

Bolsas y Mercados Españoles, (2008). Madrid, España: El Mercado Alternativo Bursátil (MAB):El mercado de las PYMES . Estrategías de financiación.

Brun, X., Elvira, Ó., & Puig, X. (2001). *Mercado de renta variable y mercado de divisas.* España, Madrid: Civitas Ediciones S.L.

Carro, M. D., & Veloso, P. P. (2010). *Mercado Alternativo Bursátil.* España, La Coruña: Netbiblo S.L.

Castaño, B. M. (2006). *La Bolsa de Madrid Historia de un Mercado de Valores Europeo.* España, Cantabria: Artes Gráficas J. Martínez S.L.

Cinco días. (31 de 01 de 2012). El capital riesgo batirá un record millonario con Facebook. Recuperado el 23 de 11 de 2012, http://www.cincodias.com/articulo/empresas/capital-riesgo-batira-record-millonario-facebook/20120130cdscdsemp_27/

Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones. (2010). Quito, Ecuador: Registro Oficial Suplemento # 351 de 29 de diciembre de 2010.

Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores. (2007). Quito, Ecuador: Registro Oficial Suplemento # 1 de 08 de marzo de 2007.

Constitución de la República del Ecuador. (2008). Quito, Ecuador: Registro Oficial # 449 de 20 de octubre de 2008.

Corporación Financiera Nacional, Subgerencia Nacional de Crédito de Primer Piso, (15 de 12 de 2012). Quito, Ecuador: Aprobaciones de microcréditos enero a noviembre 2012 .

Corporación MYL, (Enero 2012). Quito, Ecuador: Aportes fundamentales del proyecto de nueva Ley de Mercado de Valores. Tribuna Democrática.

Corporación Financiera Nacional. (01 de 01 de 2010). Productos y servicios que manejea la CFN. Recuperado el 20 de 12 de 2012, http://www.cfn.fin.ec/index.php?option=com_content&view=article&id=673&Itemid=584

Ekos Negocios, II edición Pymes 2011, (2011). Quito, Ecuador: La Pequeña y mediana empresa en el Ecuador.

Ekos Negocios, III edición Pymes 2012, (2012). Quito, Ecuador: Pymes contribución clave en la economía.

Escritura de titularización sindicada (Notario Trigésimo Quinto, cantón Guayaquil 29 de 12 de 2009).

Fernández, R. Á. (2010). *La Bolsa y su entorno en España y Francia.* Toulouse: Susan Willams.

Gelmetti, C. J. (2011). *Pymes globales.* Argentina,Buenos Aires: Ugerman Editor.

Hola. com música. (19 de 05 de 2012). Bono de U2, el músico más rico del mundo gracias a Facebook. Recuperado el 23 de 11 de 2012, http://www.hola.com/musica/2012051958594/bono-u2-rico-facebook

Ley de Compañías. (1999). Quito, Ecuador: Registro Oficial # 312 de 05 de noviembre de 1999.

Ley Orgánica de Economía Popular y Solidaria del Sistema Financiero. (2011). Quito, Ecuador: Registro Oficial # 444 de 10 de mayo de 2011.

Lovato, J. (2011). Apuntes de la clase de Mercado de Valores. (Tomados por Catalina López). Quito, Ecuador.

Ministerio de Industrias y Productividad. (2012). *Alternativas de financiamiento a tráves del Mercado de Valores para Pymes* . Ecuador ,Quito.

Proyecto de Ley de Mercado de Valores. (2012). Quito, Ecuador, Ministerio Coordinador de la Política Económica.

Regaldo, R. (2007). *Las mipymes en Latinoamérica.* Argentina, Buenos Aires: El Ateneo.

Reglamento a la Estructura del Desarrollo Productivo de Inversión, Decreto Ejecutivo 757. (2011). Quito, Ecuador: Registro Oficial Suplemento # 450 de 17 de mayo de 2011.

Resolución Junta Bancaria del Ecuador. (2011). Quito, Ecuador: Resolución Nº JB-2011-1897 de 15 de marzo de 2011.

Rodríguez, V. T. (2000). *Análisis de los Mercados de Valores.* España, Madrid: DYKINSON S.L.

Superintendnecia de Compañías. (2012). Quito, Ecuador: Manual Superintendencia de Compañías.

Superintendencia de Compañías. (2012).Historia de la Institución. Recuperado el 21 de 10 de 2012, http://www.supercias.gob.ec/home.php?blue=c4ca4238a0b923820dcc509a6f75849b&modal=0&ubc=Inicio

Superintendencia de Compañías. (2012). Partícipes del Mercado de Valores. Recuperado el 20 de 10 de 2012, http://www.supercias.gov.ec:8080/consultas_mv/faces/parametros_casas.jsp?height=610

Superintendencia de Compañías. (2012). Mercado de Valores, legislación y normativa. Recuperado el 15 de 10 de 2012, http://www.supercias.gob.ec/home.php?blue=c4ca4238a0b923820dcc509a6f75849b&modal=0&ubc=Inicio#

Superintendnecia del Mercado de Valores Perú. (2013). Mercado Alternativo de Valores. Recuperado el 27 de 01 de 2013, http://www.smv.gob.pe/Frm_VerPublicacion.aspx?data=BB64E22281F250EEA24024AB20B2451BCD554745C629C3E3C41EB6D8054A

Torres, G. C. (1980). *Diccionario Jurídico Elemental.* Argentina ,Buenos Aires: Heliasta S.R.L.

Vásquez, V. C. (1997). *Mercado de Valores y Contratos Tomo I.* Ecuador, Quito: Jurídica del Ecuador.

Velasco, A. M. (2005). *El Contrato de Factoring.* Chile, Santiago: Jurídica de Chile.