

UNIVERSIDAD DE LAS AMERICAS
FACULTAD DE DERECHO

Incentivos tributarios para el desarrollo del mercado de valores del Ecuador

TRABAJO DE TITULACION PRESENTADO EN CONFORMIDAD
A LOS REQUISITOS PARA OBTENER EL TITULO DE DOCTOR
EN JURISPRUDENCIA

Profesor Guía: Dr. Lovato Saltos, Juan Isaac

Autor: Dueñas Martínez de la Vega, Valeria María

2009

RESUMEN:

Este trabajo presenta una propuesta de incentivos tributarios para el desarrollo del mercado de valores del Ecuador, centrada en los siguientes ejes principales:

- Análisis de la normativa que rige al mercado de valores y del tratamiento tributario aplicable, donde descubrimos que no existen estímulos significativos para la apertura de los capitales a las Bolsas de Valores.
- Análisis de las ventajas que plantea el ingreso al mercado de valores para las empresas privadas como fuente de financiamiento a más bajos costos que el sistema financiero; para la sociedad civil en general como generador de inversiones rentables y seguras abiertas al público; y para el Estado ecuatoriano, al fomentar la transparencia en los manejos financieros de las empresas que intervienen en el mismo.
- Análisis de modelos vigentes en otras jurisdicciones y estudio del innovador segmento de la “Bolsa Emergente” lanzado exitosamente Chile, con apertura hacia su aplicabilidad a la realidad ecuatoriana.
- Estudio doctrinario de la teoría de la tributación, exenciones y estímulos tributarios, que constituyen la base para las reformas legales que planteo.

Este trabajo pone en evidencia los perjuicios del limitado desarrollo del mercado de valores del Ecuador, y las propuestas desarrolladas manifiestan las ventajas que éste representaría como un instrumento de inversión segura al alcance del público y de financiamiento ágil para el sector productivo, fomentando la apertura del capital de las empresas, que en el país son familiares y cerradas a la inversión.

En conclusión, considero que el mercado de valores debe convertirse en un agente importante para fortalecer los canales de ahorro-inversión desde la sociedad civil hacia el sector productivo; y para reducir los costos y diversificar las fuentes de financiamiento, a través de tratamientos tributarios amigables, difusión y educación.

ÍNDICE:

INTRODUCCION: EL MERCADO DE VALORES Y SU PRESENCIA EN EL ECUADOR.-

¿Qué es el mercado de valores?: Definición, origen, rol en el mercado financiero general.- Pág. 5

Reseña histórica de su inclusión en el ordenamiento jurídico ecuatoriano.-

- Ley de Mercado de Valores de 1993. Pág. 7
 - o Incentivos tributarios Ley de Mercado de Valores de 1993 y Reformas a otras leyes. Pág. 8
- Ley de Mercado de Valores de 1998. Pág. 12

CARACTERÍSTICAS Y COMPOSICIÓN DEL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR. Pág. 14

Diferentes tipos del mercado de valores Pág. 18

¿Para qué desarrollar el mercado de valores del Ecuador?, ¿Por qué está subdesarrollado?, ¿Qué se requiere para fomentar su desarrollo? Pág. 20

- Causas estructurales. Pág. 22
- Ausencia de estrategias de promoción Pág. 27

CAPÍTULO I: MARCO JURIDICO, ACTORES Y PRODUCTOS DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO.-

DEL MARCO JURÍDICO Y REGULATORIO: PROCEDIMIENTO ESTABLECIDO Y DESVENTAJAS:

- Ley promulgada en 1993 y su reforma de 1998, análisis de los cambios desde el punto de vista tributario. Pág. 31

- Cómo está en la actualidad. Pág. 36

Análisis de Ley de Régimen Tributario Interno y normativa tributaria aplicable.

Pág. 37

Concepto de Renta.

Pág. 38

Sistemas de manejo de Impuesto a la Renta.

Pág. 39

Ámbito general y limitaciones del mercado de valores.

Pág. 44

- ¿Excesiva reglamentación? Pág. 46
- Normas comunitarias e internacionales. Pág. 48
- ¿Qué pasa en otras legislaciones? Breve apertura al tratamiento tributario de otros países frente al mercado de valores.
 - o Caso de Argentina: Pág. 51
 - o Caso España: Pág. 52
 - o Caso Estados Unidos de América: Pág. 54
 - o Caso Perú: Pág. 56
 - o Modelo chileno: Pág. 58

DE LOS ACTORES DEL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR, LOS PRODUCTOS OFERTADOS Y SU TRATAMIENTO TRIBUTARIO:

Clasificación de valores y tratamiento tributario.

- Valores de renta fija: Pág. 60
 - o Productos de renta fija: Pág. 61
- Valores de renta variable: Pág. 65
 - o Productos de renta variable: Pág. 66
 - Actores del mercado de valores ecuatoriano y ventajas potenciales para el sector privado productivo: Pág. 69
 - Las grandes ventajas para las empresas privadas y el mercado de valores como motor de la economía. Pág. 71

CAPÍTULO II: PROPUESTAS PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES E INCENTIVOS TRIBUTARIOS.-

Las pequeñas y medianas empresas (PYMES):	Pág. 75
- Modelo chileno de la “Bolsa Emergente” dedicado a las PYMES y su posible aplicación en la realidad nacional.	Pág. 76
o Definiciones de “Sponsor”, “Market maker” y “road show”.	Pág. 80
Incentivos tributarios planteados y críticas.-	Pág. 82
- Aplicación a la realidad nacional y modificaciones:	Pág. 84
- Incentivos tributarios planteados:	
o Para las empresas:	Pág. 86
o Para los inversionistas:	Pág. 87

CAPITULO III. REFORMAS LEGALES.-

Exenciones tributarias, su tratamiento legal y referencias doctrinarias.	Pág. 91
Análisis de las limitaciones del Poder Tributario.	Pág. 95
Reformas legales.	Pág. 100
- Reformas a la Ley de Régimen Tributario Interno:	
o EXENCIONES:	Pág. 103
o DEDUCCIONES:	Pág. 105
o TARIFA DEL IMPUESTO A LA RENTA:	Pág.106

CONCLUSIONES FINALES.- Pág. 107

BIBLIOGRAFIA.-

- Normas legales consultadas:	Pág. 109
- Doctrina y autores consultados:	Pág. 110
- Páginas web oficiales consultadas:	Pág. 111

INTRODUCCIÓN: EL MERCADO DE VALORES Y SU PRESENCIA EN EL ECUADOR.-

- ¿Qué es el mercado de valores?: Definición, origen, rol en el mercado financiero general

Es muy común tener una perspectiva de las Bolsas de Valores como lugares que encierran la presencia masiva de vendedores que “juegan” y especulan con el mercado y realizan transacciones millonarias que implican enormes ganancias o pérdidas para los involucrados, sin embargo, y lejos de la visión hollywoodense, en este trabajo vamos a analizar el real significado del mercado de valores, sus componentes, productos y funcionamiento, para enfocarnos posteriormente en el rol que puede representar como parte del desarrollo económico de un país.

En tal sentido, vamos a iniciar definiendo a breves rasgos lo que significa y comporta este mercado, que es una ficción jurídica del Derecho Mercantil moderno, concebida para la intermediación de derechos negociables de contenido esencialmente económico, denominados “títulos valores”, los mismos que nacen como respuesta a las necesidades comerciales y verifican condiciones expresamente definidas por el derecho positivo.

Es un segmento del Mercado Financiero que tiene lugar principalmente en las bolsas de valores, donde se produce el intercambio de activos financieros y se determina sus precios libremente, mediante la concurrencia de la oferta y la demanda de títulos valores bajo diversas modalidades de transacción (emisión, colocación y negociación, de corto, mediano y largo plazo).

Los valores con presencia bursátil incorporan un derecho exigible de acuerdo a las condiciones específicas que se acuerden en cada caso, derecho que es legitimado

por la sola posesión del título, (físico o desmaterializado) y que goza de total autonomía como garantía de su libre circulación.

Este mercado se caracteriza esencialmente por su agilidad y velocidad de respuesta a los nuevos requerimientos comerciales dentro de un marco jurídico determinado. Sin embargo, y para dotarle de mayor capacidad innovadora, la tendencia internacional de los países desarrollados va hacia la desregulación del mismo, como lo veremos más adelante.

Su función esencial es la canalización de recursos financieros, con énfasis para actividades productivas de mediano y largo plazo y, en consecuencia, su objetivo principal es el de constituirse en una fuente masiva de financiamiento a bajos costos financieros, así como una fuente de inversión con alta rentabilidad y diversidad de instrumentos.

Como hemos visto en estos párrafos, el mercado de valores está concebido para jugar un rol importante en la economía, como intermediario de recursos financieros con grandes ventajas para sus partícipes; sin embargo, en nuestro país su difusión y desarrollo son preocupantemente limitados y, por tanto, el cumplimiento de los objetivos teóricos que comporta, sobre todo frente al sector privado, son casi nulos.

Reseña histórica de su inclusión en el ordenamiento jurídico ecuatoriano.-

En el Ecuador la historia jurídica del sistema bursátil inicia realmente el 26 de marzo de 1969, cuando se publica en el Registro Oficial la Ley No. 111 que introduce el mercado de valores y autoriza el establecimiento de las Bolsas de Valores en Quito y Guayaquil, en calidad de compañías anónimas. Sin embargo, pasaron veinticuatro años sin que se norme a este mercado hasta la expedición de la primera Ley de Mercado de Valores, que tuvo lugar el 28 de mayo de 1993.

De acuerdo a lo establecido en los considerandos de dicha Ley, se buscaba regularizar a las Instituciones Jurídicas necesarias para el desarrollo del mercado de valores con el fin de “precautelar los intereses de los inversionistas en valores, democratizar la participación en el capital social de las empresas y velar por un mercado de valores autosostenido, eficiente, organizado, integrado y transparente”¹.

En tal sentido, gracias a la expedición de esta Ley, se estructuró finalmente el marco jurídico e institucional del mercado bursátil ecuatoriano con el objeto de promover las condiciones óptimas para su desarrollo y lograr una “eficiente utilización de los instrumentos financieros en el mercado de valores que permita una mejor canalización del ahorro y fortalezca el sector productivo, con la consiguiente generación de empleo e incremento en la producción de bienes y servicios”².

Dicha estructuración estuvo basada en los siguientes puntos principales:

- Se creó el Consejo Nacional de Valores como Organismo Regulador del funcionamiento del mercado de valores, y el encargado de establecer la política general rectora del mismo.
- Se ampliaron las funciones de la Superintendencia de Compañías para normar su intervención en el desenvolvimiento general y desarrollo de este mercado.
- Se reguló la Oferta Pública de Acciones.

¹ Considerandos de la Ley de Mercado de Valores publicada el 28 de mayo de 1993 en el Suplemento del Registro Oficial No. 199.

² Idem.

- Se dispuso la transformación jurídica de las Bolsas de Valores a corporaciones civiles sin fines de lucro, como se mantienen en la actualidad.
- Se crearon las Casas de Valores e intermediarios de valores, con todas las disposiciones para regular su funcionamiento, participación en el mercado, funciones específicas y limitaciones.
- Se detallaron y regularon los productos y servicios a ser negociados en el mercado de valores y las garantías para los inversionistas, así como las disposiciones a cumplir para el registro de valores y requisitos para formar parte de las negociaciones bursátiles.
- Y, finalmente, se incluyó un capítulo de **INCENTIVOS TRIBUTARIOS Y REFORMAS A OTRAS LEYES.**

En efecto, dado el carácter Especial de esta Ley, se establecieron reformas sustanciales a otros cuerpos legales generales, como se resume a continuación:

- Se modificaron varios artículos de la Ley de Compañías en concordancia con las disposiciones de la nueva Ley de Mercado de Valores;
- Se reformó el Código de Comercio, incluyendo en su ordenamiento al Fideicomiso Mercantil;
- Se ampliaron las facultades del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social previstas en la Ley del Seguro Social, con el fin de que esta Institución pueda realizar inversiones con los recursos de los afiliados a través de las Bolsas de Valores del país;

- En la Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado se estableció la “Unidad de Valor Constante” (UVC) del Sucre, para obligaciones activas y pasivas con plazos superiores a 365 días, que buscaba una estabilización del valor del dinero en medio de la volatilidad del sistema cambiario del sucre, y representaba una especie de seguridad para los inversionistas;
- También se reformó la Ley General de Bancos para incorporar a las Instituciones del Sistema Financiero al mercado de valores;
- Y, principalmente, se establecieron importantes incentivos tributarios para el mercado de valores con la reforma a la Ley de Régimen Tributario Interno, cuyos principales puntos fueron los siguientes, los mismos que serán analizados detenidamente más adelante:
 - Dentro de los **ingresos exentos del pago de Impuesto a la Renta** se incluyeron a:
 - Las ganancias distribuídas por fondos y fideicomisos de inversión a sus beneficiarios;
 - Las ganancias originadas por la venta de acciones hechas a través de las bolsas de valores del país hasta el año 2000; y,
 - Los intereses generados por las obligaciones emitidas por las sociedades mercantiles.
 - Se agregaron como deducciones para la determinación del Impuesto a la Renta, a:

- La variación del valor en sures del principal o capital de las obligaciones contratadas en unidades de valor constante;
- El cincuenta por ciento del valor pagado por la compra de acciones objeto de oferta pública; y,
- El cincuenta por ciento de la emisión de acciones efectuada a través de las bolsas de valores y a través de oferta pública.
 - o Se estableció el Impuesto a la Renta Único del 8% para los rendimientos y ganancias obtenidos en negociaciones bursátiles determinadas.
 - o Se exoneró del Impuesto de Registro a todos los Actos contemplados en dicha Ley de Mercado de Valores (que se mantiene); y,
 - o Se limitaron los valores susceptibles de ser cobrados por los Registradores Mercantiles y de la Propiedad para los Actos regulados por esta Ley.

Como vemos, la primera Ley de Mercado de Valores de 1993 fue expedida con un claro objetivo de impulsar el desarrollo del sistema bursátil ecuatoriano, y considero que fue un buen cuerpo legal que dejó sentadas las bases principales de la institucionalidad, funcionamiento y regulación del mercado de valores, que se mantienen.

Adicionalmente, comparto el espíritu de los Legisladores de esa época de crear incentivos tributarios sensibles para el desarrollo de este mercado; sin embargo, esta motivación tan importante en la Ley del 93 fue derogada casi en su totalidad

con la Reforma a la Ley de Mercado de Valores promulgada el 30 de junio de 1998.

En efecto, después de cinco años de vigencia de la primera Ley, el Congreso Nacional consideró necesario “profundizar, actualizar y sustituir” varias de sus normas, para “facilitar el cumplimiento de los objetivos para los cuales fue expedida la Ley”³.

Sin embargo, la **Ley de 1998** retoma casi en su totalidad las normas de 1993 y detalla exhaustivamente los conceptos que constaban en la misma, los diferentes tipos del mercado bursátil, las atribuciones y limitaciones de los organismos de control, etc., tipificando muy detenidamente a toda la esfera del mercado de valores, que, a mi forma de ver, dificulta su aplicación y perjudica a la agilidad que deben comportar las operaciones bursátiles.

Adicionalmente, el cambio más representativo provocado con la reforma de 1998 fue el freno a los beneficios tributarios instaurados en el 93, puesto que se eliminó la exoneración del pago de Impuesto a la Renta para las ganancias originadas de la venta de acciones, que inicialmente estaría vigente hasta el 31 de diciembre del año 2000, y para las ganancias provenientes de los intereses de las obligaciones emitidas por sociedades sujetas al control de la Superintendencia de Compañías.

De igual forma, se eliminaron las deducciones establecidas en los incentivos tributarios de 1993; y, finalmente, el Impuesto Único del 8% para los rendimientos financieros que amparaba al mercado de valores fue derogado con la Ley para la Reforma de las Finanzas Públicas de 30 de abril de 1999.

³ Considerandos de la Reforma Ley de Mercado de Valores, publicada en el Registro Oficial 367 de 23 de julio de 1998.

Finalmente, y en virtud de las reformas legales, expresas y tácitas, que se verificaron en la normativa ecuatoriana, a saber: Ley Reformatoria a la Ley Orgánica de Régimen Monetario y Banco del Estado, Ley para la Reforma de las Finanzas Públicas, Ley para la Transformación Económica del Ecuador, Ley de Seguridad Social, Ley Reformatoria a la Ley de Régimen Tributario Interno, Código de Procedimiento Penal, entre otras, el Congreso Nacional codificó la Ley de Mercado de Valores, con fecha 24 de enero de 2006, que es la que se mantiene vigente en la actualidad.

Esta Ley que rige al momento, define y estructura a toda la esfera del mercado de valores del país y, como ya mencionamos, a raíz de la reforma del 98 no prevé ningún sistema de incentivos tributarios para su consolidamiento y desarrollo.

Como hemos visto en esta reseña histórica de la inclusión del mercado de valores en el ordenamiento jurídico ecuatoriano, hace apenas quince años nuestro país cuenta con una regulación específica para el sistema bursátil, normativa que inicialmente pretendió impulsar el desarrollo del mismo a través de beneficios tributarios especiales, que fueron posteriormente derogados para dar paso a una Ley ampliamente tipificadora que no comporta ningún incentivo tangible para sus participantes.

En tal virtud, el mercado de valores de nuestro país esta subdesarrollado, y, aunque medien esfuerzos de sus agentes, todavía no se ha logrado incentivar a la empresa privada y a las personas naturales para que lo conformen. Por tal razón, la propuesta de este trabajo de titulación es la de modificar la Ley de Mercado de Valores vigente desde el punto de vista tributario, con el fin de impulsar el interés de emisores e inversionistas.

CARACTERÍSTICAS Y COMPOSICIÓN DEL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR.

Una vez analizada la expedición de las Leyes que norman el Mercado de Valores de nuestro país, vamos a interesarnos en los procesos y entes reguladores y de control, que lo rigen actualmente:

En el Ecuador el órgano rector del mercado de valores es el **Consejo Nacional de Valores** (CNV), que es una entidad adscrita a la Superintendencia de Compañías y fue creada por la Ley de Mercado de Valores de 1993, como vimos en párrafos precedentes.

Este organismo es el encargado de establecer la política general y regular el funcionamiento del mercado de valores, siendo su principal función la de impulsar su desarrollo a través de programas de capacitación, promoción de la apertura de capitales, etc. Adicionalmente debe regular la oferta pública de valores estableciendo requisitos mínimos y procedimientos para la difusión de una información veraz y certificada hacia el público.

Por su parte, la **Superintendencia de Compañías** es el organismo técnico y autónomo encargado de la vigilancia general del sector empresarial del país, y, por tanto, frente al mercado de valores juega un rol esencial como controladora de los emisores y garante de los inversionistas, puesto que tiene por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores. En tal sentido, tiene amplias facultades para la inspección de los agentes del mercado de valores y puede interferir motivadamente en los procesos bursátiles.

Con todo, el principal actor del proceso es evidentemente la **Bolsa de Valores**, que es la Institución que facilita la negociación y centraliza las operaciones de este mercado de capitales. En nuestro país existen dos Bolsas de Valores: una en Quito y otra en Guayaquil.

Ambas están constituidas como corporaciones civiles sin fines de lucro por disposición expresa de la Ley de 1998, y entre sus obligaciones se destaca la de fomentar un mercado organizado, integrado, eficaz y transparente, como lo establece el Artículo 1 de la norma vigente.

Art. 1.- La presente Ley tiene por objeto promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna

Para ésto, las Bolsas de Valores deben mantener información actualizada sobre los valores cotizados en ellas, sus emisores, los intermediarios de valores y las operaciones bursátiles, incluyendo las cotizaciones y los montos negociados, y suministrarlas a la Superintendencia de Compañías y al público en general; además de expedir certificaciones respecto a precios, montos y volúmenes de operaciones efectuadas en bolsa y el registro de sus miembros y valores inscritos.

La Bolsa es el lugar de interacción de la oferta y la demanda de títulos valores, y, por tanto es donde se definen, o teóricamente deben definirse, los precios de los mismos, siguiendo las normas del libre mercado.

Cabe indicar que por mandatos legales y reglamentarios, los organismos del Estado estuvieron constreñidos a invertir equitativa y simultáneamente en las regiones Costa y Sierra, y esta segmentación creó desigualdad de la competencia ya que sin importar las ventajas de unos oferentes sobre otros, el cliente estatal siempre debía dividir su participación. Sin embargo, durante la redacción de esta tesis se modificó esta norma con la Ley de Seguridad Financiera, publicada en el tercer suplemento del Registro Oficial de 31 de diciembre de 2008.

Las Bolsas de Valores están controladas directamente por las Intendencias de Valores (que son áreas internas de la Superintendencia de Compañías), que se reparten la jurisdicción nacional de la siguiente forma:

1. A Quito le corresponden las transacciones de Carchi, Imbabura, Pichincha, Cotopaxi, Tungurahua, Chimborazo, Esmeraldas, Orellana, Sucumbíos y Santo Domingo de los Tsáchilas.
2. A Guayaquil, las transacciones de Bolívar, Cañar, Azuay, Loja, Pastaza, Zamora, Guayas, Manabí, Los Ríos, El Oro y Santa Elena.

Desde la perspectiva global internacional, las Bolsas de Valores son consideradas por muchos como la Institución que refleja la marcha real de la economía de un país, puesto que constituyen herramientas vitales para el manejo de los mercados de capital al facilitar el financiamiento de diversas tareas económicas con el ahorro público, y permiten la transferencia de recursos entre los que disponen de excedentes, hacia los que requieren de ellos para impulsar el desenvolvimiento de sus actividades, principalmente para el mediano y largo plazo.⁴

Su característica más relevante es la TRANSPARENCIA, que al mismo tiempo es la condición que le otorga su reconocido prestigio, aunque últimamente se haya visto aminorado por la crisis internacional.

Esta transparencia supone el conocimiento general y detallado por parte del público inversionista, de las negociaciones y cotizaciones de los títulos-valores y de toda la información económica y financiera sobre las entidades emisoras, dando libertad para el ingreso o salida del mercado, tanto a emisores como a inversionistas.

⁴ Tomado de Víctor Cevallos Vásquez en su publicación “Mercado de Valores y contrato”, edición 1996 Pg. 36.

En concordancia con lo anterior, para cotizar acciones en las Bolsas del Ecuador, o emitir obligaciones, las empresas deben transparentar su información financiera y societaria, presentando sus balances auditados, integración de capital, calificación de riesgos, etc.; lo que implica que para ingresar al mercado de valores las empresas deben verificar un manejo societario impecable en estricto apego a la normativa nacional, sobre todo desde el punto de vista financiero y tributario.

Por tanto, el hecho de cotizar en bolsa implica para las empresas privadas una ventaja comparativa importante frente a sus competidores que no lo hacen, puesto que mejora considerablemente su imagen corporativa y su credibilidad crece automáticamente al ver la transparencia de su información financiera y general.

En nuestro país los títulos que se compran y venden en Bolsa deben estar previamente inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en la misma Bolsa, y se negocian todos los días hábiles y en tiempo real, a través de las denominadas “ruedas de bolsa” con dos variantes: la de “viva voz” y la “electrónica”, en las que operan únicamente las Casas de Valores, como se explica a continuación.

En efecto, y para terminar la descripción de los participantes y procedimientos del mercado bursátil, los únicos intermediarios de valores autorizados por la Ley son las denominadas **Casas de Valores**, entidades constituidas bajo la figura de compañías anónimas y por tanto controladas por la Superintendencia de Compañías, cuyo objeto social se limita a la realización de las actividades previstas en la Ley de Mercado de Valores y a las normas que expida el Consejo Nacional de Valores, con el fin de vincular las ofertas y las demandas y efectuar la compra-venta de valores, en los mercados bursátil y extra bursátil.

En este punto cabe indicar los **diferentes tipos del mercado de valores**, definidos en el Art. 3 de la LMV de la siguiente forma:

1. **Bursátil:** “es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores, realizadas en éstas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la presente Ley.”
2. **Extra bursátil:** “es el que se desarrolla fuera de las bolsas de valores, con la participación de intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales, con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.”
3. **Privado:** “se entenderá como negociaciones de mercado privado aquellas que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor sin la intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales, sobre valores no inscritos en el Registro de Mercado de Valores o que estando inscritos sean producto de transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales y de hecho.”
4. **Primario:** Es aquel en el cual se realiza la primera venta o colocación de Títulos-Valores que hace el emisor con el fin de obtener directamente los recursos que requiere
5. **Secundario:** Comprende todas las negociaciones u operaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación

Luego de las precisiones precedentes, y volviendo a los actores del mercado de valores, la tarea de las Casas de Valores consiste entonces en

administrar los portafolios de valores o dineros de terceros (o propios), para invertirlos en instrumentos del mercado de valores de acuerdo con las instrucciones expresas de sus comitentes, que pueden ser personas naturales o jurídicas, del sector público, privado, instituciones del sistema financiero, fondos colectivos, consorcios, Holdings, etc.; y dar asesoría e información para promover fuentes de financiamiento, para personas naturales o jurídicas y entidades del sector público.

En nuestro país las Casas de Valores no han desarrollado activamente la función de canalizadoras de recursos económicos de la colectividad en general hacia el sector productivo, y es por esta razón que tanto potenciales inversionistas como empresas que requieren de fuentes de financiamiento se mantienen alejados del sistema bursátil.

En tal virtud, y reconociendo la gran importancia de este sector del mercado financiero, la temática central de este trabajo de titulación es la de incorporar a las pequeñas, medianas y grandes empresas, y masivamente a la sociedad civil al mercado de valores, a través de claros incentivos tributarios que hagan más atractiva su participación.

- **¿Para qué desarrollar el mercado de valores del Ecuador?, ¿Por qué está subdesarrollado?, ¿Qué se requiere para fomentar su desarrollo? Obstáculos existentes en el modelo ecuatoriano y apertura hacia la problemática de incentivos tributarios planteada como eje central del trabajo.**

Una vez analizados los aspectos principales del mercado de valores y su presencia en la esfera económica nacional, vamos a adentrarnos un poco más en las ventajas que conlleva su fortalecimiento y desarrollo:

Para empezar, resumo a continuación los principales beneficios de acuerdo a lo expresado por el Economista Gabriel Oddone, en su publicación “Desarrollo del Mercado de valores del Uruguay, ¿legislar o reformar?”⁵, a saber:

- El mercado bursátil genera un ambiente de confianza en la variedad y eficacia de sus mecanismos.
- Los empresarios consiguen mayores volúmenes de recursos y a costos más convenientes, sobre todo frente al endeudamiento con la Banca privada, como lo analizaremos más adelante.
- Existe facilidad para entrar y salir del mercado.
- Las personas se ven estimuladas a generar ahorros para invertirlos.
- Provee de liquidez tanto a emisores como a inversionistas.
- Estimula la democratización del capital accionario de las empresas.
- Permite la reestructuración de pasivos y la diversificación del capital.

Para este analista, el objetivo que se debería promover con el desarrollo del mercado de valores es “una intermediación eficiente y económica para la transferencia de recursos de quien los tiene a quien los necesita.”⁶ En este sentido, se potencializa el valor de los ahorros de la colectividad al ser invertidos en empresas que requieren de capital, y se benefician tales empresas con un endeudamiento más eficiente y menos costoso.

Adicionalmente, sostiene que se debe desarrollar el mercado de valores con la finalidad principal de “*fortalecer los canales de ahorro-inversión y estimular la innovación*”⁷, para lo cual expone los siguientes beneficios desde el punto de vista societario:

⁵ Disponible en la página web www.bcu.gub.uy/autoriza/ggmvr/seminario2006/

⁶ ODDONE Gabriel, “Desarrollo del Mercado de valores del Uruguay, ¿legislar o reformar?”, Disponible en la página web www.bcu.gub.uy/autoriza/ggmvr/seminario2006/

⁷ Idem.

- Diversificar los instrumentos del ahorro, reducir los costos de las transacciones y de la información, y hacer líquidos los proyectos de inversión; lleva a diversificar las fuentes de financiamiento de las empresas y favorecer su transparencia.
- Y esta mejoría en la eficiencia en la asignación de recursos hace que se aumente la inversión, se acelere el crecimiento y se distribuyan en el tiempo los choques externos.

Compartiendo los argumentos precedentes, que ponen en evidencia las ventajas de desarrollar el mercado de valores para el Ecuador, y siguiendo con el criterio de dicho autor, veamos algunas de las causas que lo mantienen sumido en el subdesarrollo:

1. **Causas estructurales:** en efecto, en nuestro país el mercado es limitado y el sector privado está compuesto en su mayoría por empresas familiares, de capital cerrado; y por su lado, las empresas públicas verifican limitaciones legales para su participación bursátil, como lo vimos antes.

Adicionalmente, es importante tomar en cuenta el grave peso de la cultura empresarial ecuatoriana, que no maneja en reales dimensiones los conceptos de transparencia en su actividad económica. En efecto, y como lo manifiestan públicamente los titulares del Servicio de Rentas Internas, en el limitado porcentaje de contribuyentes formales (frente a la gran masa de informales que existen), la tributación de las empresas de nuestro país es insuficiente y los procesos de fiscalización que se llevan a cabo, siempre reflejan grandes glosas por valores no declarados y estados financieros y balances mal llevados.

Los sujetos pasivos pueden verse alejados del mercado de capitales por temor a transparentar sus resultados y que ésto desencadene en la evidencia de las fallas

de su organización con consecuencias de revisión en el pago de sus impuestos debidos. De ahí que es imprescindible que el mercado de valores presente ventajas representativas a las empresas privadas para que decidan afrontar la publicidad de sus balances, y mi propuesta se basa en un sistema de incentivos tributarios y mayor flexibilidad en la información requerida para los nuevos emisores.

Actualmente los requerimientos para enlistarse en Bolsa son estrictos, y está bien que así lo sean para precautelar la seguridad de los inversionistas, sin embargo, si se lograra establecer un segmento diferenciado para emisores primerizos, se podría flexibilizar el proceso para moldearse un poco a la realidad del mercado.

Nuestra legislación les otorga a las Bolsas de Valores la facultad de implementar mecanismos de negociación para valores no inscritos (Art. 34 LMV), que en la práctica existen y son denominados REVNI, pero las transacciones que contemplan difieren del proyecto que desarrollamos en esta tesis.

Volviendo a nuestro argumento, se podría conceder beneficios tributarios a las empresas que decidan abrir sus capitales a las bolsas de valores, rebajando la tarifa del impuesto a la renta a pagar mientras mantengan la transparencia de sus estados financieros, de lo que resultaría un triple beneficio:

- i. Para los nuevos emisores que serían “premiados” por llevar una contabilidad saludable sin abusar de escudos fiscales;
- ii. Para los inversionistas que tendrían nuevas alternativas para destinar sus ahorros; y,
- iii. Para la Administración Tributaria, puesto que con la reducción de la tarifa impositiva se multiplicarían los contribuyentes comprometidos con

la transparencia de sus resultados, en detrimento de las prácticas evasivas tan comunes.

Por tanto, el impulso del mercado de valores conlleva la gran ventaja de fomentar la transparencia de la masa empresarial nacional, y de esta manera generar un real impulso a la formalización de los agentes de la economía ecuatoriana, en beneficio directo del Estado.

Evidentemente, esta propuesta tiene que enmarcarse en un planteamiento jurídico adecuado que será objeto de los próximos capítulos de esta tesis; en este punto lo importante era resaltar la urgente necesidad de combatir las causas estructurales que no permiten el desarrollo del mercado de valores de nuestro país, realzando el peso de las fallas en la tributación.

2. Además de las causas estructurales descritas, frente a la concepción generalizada del manejo de las compañías y sus contingentes tributarios, el proceso a seguir para el ingreso al sistema bursátil de nuestro país contiene limitantes que le hacen poco atractivo y una gran cantidad de requerimientos como acreditaciones, aprobaciones y registros que provocan que esta alternativa de diversificación de las fuentes de financiamiento se aleje de las empresas privadas, que continúan acudiendo al sistema financiero.

Una de las principales limitaciones es el tiempo que toman los procesos bursátiles hasta que el emisor consiga su finalidad de obtener los recursos frescos para seguir su operación económica, ya que depende, además de la consecución de todos los pasos establecidos hasta llegar a la emisión, del éxito de los papeles frente al público inversionista.

Al respecto, el Ing. Francisco Franco, Analista de Mercado de Capitales de la Casa de Valores IB CORP INVESTMENTS AND BUSINESS GROUP⁸, manifiesta que una emisión de obligaciones o una titularización de activos toma en promedio seis meses para salir al mercado, lo que demuestra la ineficiencia del mercado de valores por las trabas legales que verifica cada proceso, sin embargo, asegura que todas las emisiones son vendidas exitosamente cuando están al acceso de los inversionistas.

Adicionalmente, este experto asegura que existe una gran cantidad de procesos que resultarían altamente rentables, de acuerdo a los análisis financieros, que se truncan por no aprobar ciertos requerimientos legales y de información societaria, como el texto del estatuto, la antigüedad de la empresa, las atribuciones de los administradores, etc.

En este sentido, sale a relucir que la generalidad de las empresas ecuatorianas no están listas para aprobar los requerimientos que les impone el mercado de valores, y, por tanto, se mantienen al margen de los beneficios que éste les presenta. Cabe, pues, concientizar la necesidad de impulsar el desarrollo de un buen manejo societario apegado a las leyes y, al mismo tiempo, ir flexibilizando los pasos hacia el acceso al mercado de valores, con el fin de preparar a las empresas para que formen parte del mismo.

Aquí cabe mencionar que la Bolsa de Valores de Quito tiene un proyecto para la aplicación de prácticas del “Buen Gobierno Corporativo” en las empresas ecuatorianas, que cuenta con el respaldo de organismos internacionales como el Banco Interamericano de Desarrollo y la Corporación Andina de Fomento. Como lo expresó el Diario El Comercio *“el Gobierno Corporativo es un modelo que involucra el cumplimiento de un conjunto de principios de conducta*

⁸ De acuerdo a lo manifestado en entrevista personal realizada el 7 de enero de 2009 en las oficinas de IB CORP.

empresarial que buscan garantizar transparencia en el manejo de la información financiera, independencia de los administradores y el respeto a los accionistas.”⁹

Esta iniciativa fue presentada en el Ecuador en mayo del 2006 como un “Programa” a cargo de la BVQ y no ha sido elevada a la calidad de norma hasta la actualidad. Sin embargo, el Presidente Ejecutivo de la Corporación Andina de Fomento, Enrique García, asegura que *“unas buenas prácticas de gobierno corporativo son la clave para el acceso de las empresas a los mercados de capital”* puesto que *“garantizan un mejor uso de los recursos en las empresas, contribuyen a una mayor transparencia contable y mitigan los problemas de información asimétrica que caracterizan a los mercados financieros.”¹⁰*

En nuestro país esta tendencia internacional es casi desconocida por los empresarios y, de frente a la realidad del mercado, la Bolsa de Valores de Quito debería masificar las ventajas de adoptar estos lineamientos en el sector privado para fomentar su fortalecimiento y así desarrollar el mercado de valores.

Como hemos visto en estos párrafos, debemos enfocarnos en cambiar las estructuras legales rígidas que dificultan el acceso al mercado de valores y, al mismo tiempo, preocuparnos de incentivar un manejo societario óptimo en apego a las normas esenciales, con el fin de incorporar a la masa empresarial a los beneficios del mercado de valores, y así lograr el desarrollo del mismo.

Finalmente, y como un tercer eje de los limitantes al desarrollo del mercado de valores, vamos a interesarnos en la ausencia de estrategias para su promoción y difusión:

⁹ Diario El Comercio de Quito, edición de 22 de mayo de 2006.

¹⁰ Cita tomada de la página web www.gobiernocorporativo.com.ec/quienesSomos.asp

2. **Ausencia de estrategias de promoción:** reconociendo los esfuerzos que realiza sobre todo la Bolsa de Valores de Quito, aún son insuficientes las iniciativas por lanzar campañas de promoción y difusión de las ventajas del mercado de valores.

En el Ecuador no existen estadísticas relativas al conocimiento de los mecanismos bursátiles, pero es evidente que no serían muy alentadoras dadas las circunstancias a las que nos vemos confrontados y que han sido descritas en este capítulo. Por ejemplo, en Uruguay un estudio publicado por la empresa De Bruni en el año 2006, concluye que menos de un tercio de las empresas privadas y hombres de negocios conocen lo que son los Bonos, títulos valores y fideicomisos, ¿Cuál sería el resultado de un estudio similar en nuestro país?

De acuerdo a los datos proporcionados por la BVQ en su página web www.ccbvq.com esta Institución mantiene el compromiso de “*difundir las actividades y beneficios que puede ofrecer el mercado de valores y fomentar la cultura bursátil*”.

Para esto maneja los siguientes programas:

1. **Capacitación:** que abarca seminarios especializados y conferencias teórico-prácticas, con un costo de quince dólares por persona a través de las cuales se explica qué es la Bolsa de Valores, para qué sirve, cómo se realiza una operación en bolsa, y los beneficios que una empresa recibe al cotizar en bolsa, así como las ventajas que obtienen los inversionistas al acudir al mercado de valores.
2. **Juego de Bolsa:** considerado como la herramienta "estrella" de la Bolsa de Valores de Quito, consiste en una conferencia introductoria al mercado de

valores, seguida de una simulación que recrea los movimientos básicos que se desarrollan en una bolsa de valores real.

3. **BVQ Móvil:** inaugurada en julio del 2005, es un vehículo que se convierte en un aula-oficina rodante, con capacidad técnica para convertirse en un auditorio para 30 personas.

Sin embargo, estas herramientas están orientadas a informar acerca de la Bolsa de Valores a los interesados en dicha información, mas no contempla un programa intensivo de difusión del mercado de valores a la colectividad en general, que es lo que se requiere para masificar la participación en el sistema bursátil.

En mi criterio, la BVQ hace un gran trabajo al poner a disposición del público estos mecanismos descriptivos del funcionamiento del mercado de valores, pero con esto no se ataca al desconocimiento generalizado de lo que significa el sector bursátil.

Es interesante mencionar que en el año 2005 la Superintendencia de Compañías rodó un segmento televisivo llamado "Educando al inversionista", que pretendía promocionar y difundir en la colectividad los temas de mercado de capitales, pero únicamente salieron al aire doce cápsulas, de tres minutos cada una, en el canal RTS.

Es evidente que esta iniciativa es digna de aplausos, pero con una difusión tan pobre no puede tener ningún resultado. En tal sentido considero que es indispensable y urgente llevar a cabo una campaña publicitaria masiva de difusión del mercado de valores, que realce por todos los medios las ventajas del mismo como la mejor alternativa para el financiamiento de las empresas y el destino de los ahorros de los ecuatorianos.

En este punto, y luego de poner en evidencia las principales falencias que verifica el desarrollo del mercado de valores del Ecuador, nos planteamos las siguientes problemáticas:

¿Si las empresas privadas estuvieran conscientes de los beneficios que conlleva su presencia en el mercado de valores, no implementarían las medidas necesarias para conformarlo y, de tal forma desarrollarlo?

Por su parte, ¿si los ciudadanos tuvieran el acceso a participar en el mercado de valores con alternativas seguras y rentables, no destinarían sus ahorros a la compra de títulos valores?

En tal sentido, dadas las dificultades estructurales para la entrada de las empresas al mercado de capitales, y frente a la informalidad y baja recaudación impositiva, mi propuesta es la de impulsar la participación de las pequeñas y medianas empresas ecuatorianas y de la sociedad civil en general a la actividad bursátil, a través de incentivos tributarios sólidos e impactantes en un marco de difusión masiva de las ventajas del mercado de valores.

En los siguientes capítulos vamos a resolver la problemática planteada, analizando primeramente el marco jurídico y realidad del mercado de valores ecuatoriano, para luego interesarnos en los actores, productos ofertados y su tratamiento tributario, y finalmente profundizaremos las propuestas e incentivos tributarios para desarrollar el sistema bursátil de nuestro país, y terminaremos enunciando las reformas legales que consideramos necesarias para este fin.

CAPÍTULO I: MARCO JURIDICO, ACTORES Y PRODUCTOS DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO.-

- **Del marco jurídico y regulatorio: procedimiento establecido y desventajas:**
 - **La Ley de Mercado de Valores del Ecuador:**
 - **Ley promulgada en 1993 y su reforma de 1998, análisis de los cambios desde el punto de vista tributario.**

Como vimos en los párrafos precedentes, la Ley de Mercado de Valores fue promulgada en 1993 y reformada en 1998. Sin embargo, frente a nuestra problemática vamos a analizar dicha reforma desde el punto de vista tributario, analizando primero las disposiciones de la Ley del 93. Veamos:

De acuerdo a los considerandos iniciales de la primera Ley de Mercado de Valores, la motivación para la expedición de dicha norma fue la necesidad de *“precautelar los intereses de los inversionistas en valores, democratizar la participación en el capital social de las empresas y velar por un mercado de valores autosostenido, eficiente, organizado, integrado y transparente”*¹¹, el mismo que hasta la fecha era inexistente en nuestro país y era necesaria su regulación específica.

Para esto, los legisladores de la época optaron por instaurar un sistema de incentivos tributarios importantes (los mismos que fueron abolidos en 1998, como veremos más adelante), y reformaron a la Ley de Régimen Tributario Interno en el Título XV “De los Incentivos Tributarios y reformas a otras Leyes”.

En efecto, se establecieron escudos fiscales para normar la tributación de las transacciones bursátiles, en beneficio de los inversionistas y con el fin de incentivar el despegue de este sector económico. Para esto, el Art. 71 de la Ley

¹¹ Tomado de los considerandos de la Ley de Mercado de Valores de 1993.

de Mercado de Valores de 1993 incluyó dentro de las EXENCIONES para la determinación y liquidación del Impuesto a la Renta, a los siguientes ingresos:

- Las **ganancias de capital, utilidades, beneficios o rendimientos distribuídos por los fondos de inversión y fideicomisos de inversión a sus beneficiarios.**
- Las **ganancias originadas en las enajenaciones de acciones hechas a través de las bolsas de valores del país hasta el año 2.000.** A partir del año 2.001, inclusive, éstas ganancias se someterían al régimen tributario que tengan, en general, los rendimientos financieros.
- Los **intereses que generen las obligaciones emitidas por las sociedades sujetas a la vigilancia y control de la Superintendencia de Compañías.** (Resaltado fuera de texto)

Como vemos, al amparo de dicha Ley todos los ingresos provenientes de las operaciones más comunes del mercado de valores estaban exentos del pago del Impuesto a la Renta, y en el caso específico de la enajenación de acciones a través de las Bolsas de Valores, esta ventaja tributaria se limitaba hasta el ejercicio económico del año 2000.

- Igualmente, al tratar la tributación de los ingresos provenientes de actividades bursátiles no exentos, se incluyeron las siguientes DEDUCCIONES para la determinación de la base imponible sujeta al Impuesto a la Renta:

- *La variación de valor en sures del principal o capital de las obligaciones contratadas en unidades de valor constante.*
- (16) **El cincuenta por ciento del valor efectivamente pagado en numerario, durante el respectivo ejercicio fiscal, por concepto de adquisición primaria de acciones objeto de oferta pública.** *Las acciones objeto de dicho beneficio no podrían ser transferidas durante un lapso de 6 meses contados desde la fecha de su respectiva adquisición.*

- (17) **El cincuenta por ciento de la emisión de acciones que haya sido objeto de colocación primaria a través de las bolsas de valores y a través de oferta pública.** En este caso, la compañía no podría hacer la disminución de su capital social durante cinco años. (Resaltado fuera de texto).

Las deducciones señaladas en los numerales 16 y 17 de este artículo tendrían vigencia hasta el año 2000 inclusive y no podrían exceder del cincuenta por ciento de la base imponible del correspondiente ejercicio. El saldo no utilizado podría ser deducido en ejercicios posteriores hasta un límite de cinco años.

- Finalmente, para las ganancias provenientes del sistema bursátil que no estaban exentas del pago de impuestos ni sujetas a las deducciones precedentes, se estableció un régimen de tributación especial, separando a tales ingresos de la renta global de los contribuyentes sujeta a las tablas impositivas generales, y se les otorgó el impuesto único del 8%, que estuvo vigente hasta la reforma, de acuerdo al siguiente texto:

3) Los ingresos por concepto de intereses, descuentos y cualquier clase de rendimientos financieros, pólizas de acumulación, certificados de inversión, avales, fianzas y cualquier otro tipo de documentos, sean éstos emitidos por instituciones bancarias, financieras o de intermediación financiera o por personas jurídicas que no pertenezcan al sector financiero, **así como las ganancias provenientes de la transferencia de acciones que se transen por medio de la bolsa de valores,** independientemente del lugar de residencia del inversionista, **no formarán parte de la renta global y se someterán al impuesto único del ocho por ciento,** pudiendo deducir exclusivamente las personas naturales el componente inflacionario de tales rendimientos financieros. Al mismo tratamiento se sujetarán los rendimientos que perciban los fondos de inversión. Se exceptúa de esta disposición los intereses que se causen como resultado de las operaciones activas de crédito, los que forman parte de la renta global de sus beneficiarios. (Resaltado fuera de texto).

De acuerdo a lo anterior, entre 1993 y 1998 el país contó con claros e importantes incentivos tributarios que protegían las ganancias generadas de actividades

bursátiles, pero con el cambio de Administración Tributaria en 1998, se eliminaron los escudos fiscales descritos y se ampliaron considerablemente las bases imponibles.

Al respecto cabe mencionar que el tratamiento tributario de la Ley anterior tampoco era el más óptimo puesto que tales escudos no constituían incentivos reales para la inversión en el mercado de valores, sino simplemente bajas en la recaudación estatal sin impactos positivos en el desarrollo del mercado ni de sus agentes participantes.

En efecto, notamos que únicamente se establecieron ventajas para la declaración de ingresos obtenidos a través de las Bolsas de Valores del país, privilegiando de cierto modo a la compra de títulos valores emitidos por el Estado, ya que no se establecieron medidas de impulso para la participación de las empresas privadas ni ciudadanos en general.

En el contexto histórico se dio un cambio de Administración Tributaria del país con fines de ampliar las bases de contribución fiscal, y dentro de ese planteamiento se cuestionó mucho a los incentivos planteados en la Ley de 1993, considerando que a través de las transacciones bursátiles exentas se beneficiaba al enriquecimiento de un muy limitado círculo de personas, y se dio paso a la reforma que estudiaremos a continuación:

- **Como está en la actualidad:**

Sin perjuicio de la eliminación de los escudos fiscales indicados, la Ley de Mercado de Valores de 1998 y vigente en la actualidad sí contempla tímidamente ciertas normas de carácter tributario, que se detallan enseguida:

Art. 159.- Tratamiento tributario aplicable a procesos de titularización.- En los procesos de titularización se aplicará el siguiente tratamiento tributario:

- a) Las transferencias de dominio de activos, cualquiera fuere su naturaleza, realizadas con el propósito de desarrollar procesos de titularización, están exentas de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones, así como de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias de bienes. (Resaltado fuera de texto).

Art. 219.- Tributación.- (...) Las ganancias o utilidades, sean cuales fueren las fuentes de que provengan, que distribuyan los fondos de inversión a sus respectivos partícipes, estarán exoneradas del pago del impuesto a la renta. (Resaltado fuera de texto).

Art. 220.- De la exoneración del impuesto de registro.- Las inscripciones que deban hacerse por los actos contemplados en esta Ley incluyendo la constitución de garantías, están exentas del impuesto de registro y sus adicionales. (Resaltado fuera de texto).

Art. 221.- De las planillas por inscripción en el Registro Mercantil y de la Propiedad.- Los derechos y todo tipo de gastos o cobros que hagan los registradores mercantiles o de la propiedad, por la inscripción de los actos que contengan constitución de compañías, fideicomisos mercantiles, fondos de inversión, aumentos de capital y constitución de garantías y transferencias de bienes a patrimonios independientes o autónomos, contemplados en esta Ley, sumados todos aquellos, en ningún caso serán superiores al cero, veinte y cinco por mil de la cuantía del acto o contrato ni superiores a setecientos ochenta y ocho 67/100 (\$ 788,67) dólares de los Estados Unidos de América. (Resaltado fuera de texto).

Como vemos, los beneficios tributarios establecidos en esta Ley están muy limitados a los impuestos por gastos de registro que deban efectuarse para cumplir con los presupuestos legales de las actividades previstas en la misma, y solamente se trata de la exoneración de impuesto a la renta en el caso de las ganancias provenientes de fondos de inversión.

De esta manera no se fomenta el ingreso de nuevos participantes en el mercado de valores en calidad de emisores ni como inversionistas, no se premia las innovaciones, grandes emisiones, nuevos productos... es decir que con la reforma de 1998 simplemente se frenaron las ventajas que inicialmente se crearon para los adquirentes de papeles bursátiles, pero no se estudiaron alternativas que permitieran promover el desarrollo del mercado de valores.

Una vez que hemos estudiado a la emisión y reforma de la Ley de Mercado de Valores del Ecuador, podemos concluir que este cuerpo legal se dedica únicamente a describir al mercado de valores y su funcionamiento y a tipificar las atribuciones y deberes de sus partícipes así como las infracciones y sanciones que se contemplan para los actos regidos por la misma, pero no contiene ninguna norma de carácter tributario que permita su impulso y desarrollo.

Dentro de nuestra problemática, es claro que esta Ley no evidencia las ventajas que conlleva el mercado de valores tanto para el sector privado como para los potenciales inversionistas e incluso frente a la Administración Tributaria, y, por tanto, se requiere crear un tratamiento tributario amigable, que atraiga al sector productivo y a los ahorristas hacia este nuevo mercado, y beneficie al Fisco con la transparencia y publicidad que lo caracterizan.

ANÁLISIS DE LEY DE RÉGIMEN TRIBUTARIO INTERNO Y NORMATIVA TRIBUTARIA APLICABLE.

Siguiendo con nuestro argumento central, en este título vamos a analizar la normativa tributaria ecuatoriana y la doctrina aplicable, para la puesta en marcha de un sistema de incentivos tributarios.

Para esto, vamos a centrarnos un momento en el Impuesto a la Renta, que es el tributo con mayor impacto sobre los contribuyentes, puesto que grava a las ganancias generadas en un ejercicio fiscal, de manera directa.

El concepto de RENTA es abarcado por tres teorías doctrinarias diferentes, las mismas que resumo brevemente a continuación de acuerdo a lo manifestado por el Dr. Dino Jarach en su Obra “Finanzas Públicas y Derecho Tributario” al hablar acerca de la Imposición sobre la renta¹². Veamos:

- **Teoría de la Renta-Producto:** que sostiene que el ingreso es siempre una riqueza nueva, periódica o susceptible de serlo, que fluye de una fuente productiva y durable, y se expresa en términos monetarios. En este sentido, los ingresos extraordinarios o eventuales no serían gravables.
- **Teoría de la Renta-Incremento Patrimonial:** que define al rédito tributable como todo ingreso neto en bienes materiales, inmateriales, o servicios valuables en dinero, periódico, transitorio o accidental, que comporte un incremento neto del patrimonio de un individuo en un periodo determinado de tiempo, y que se exprese en términos monetarios. Por tanto, de aplicarse esta teoría todos los ingresos serían objeto de imposición, sin importar la fuente productiva de la que provengan ni su periodicidad.
- **Teoría Legalista:** que maneja un concepto funcional, dado que establece que los hechos imponibles deben ser establecidos de acuerdo a las necesidades de la economía de un Estado.

De acuerdo a las consideraciones precedentes, el establecimiento de la renta gravable varía en relación al alcance que se le dé en la legislación de cada país, y

¹² JARACH Dino, “Finanzas Públicas y Derecho Tributario”, Ediciones Abeledo Perrot, Buenos Aires 1996, Parte VII, Capítulo I “El Impuesto a la Renta o a los réditos”, páginas 477 a 485.

en este sentido, y compartiendo las nociones establecidas por la Teoría Legalista, se puede diseñar un marco de renta tributable que promueva el desarrollo económico, y desde la perspectiva de este trabajo, que incentive al mercado de valores.

Adicionalmente, la doctrina establece diferentes sistemas de manejo del Impuesto a la Renta, como lo describimos enseguida:

- **Sistema Global**, a través del cual se grava a la suma de todos los ingresos obtenidos por los sujetos pasivos, y a este resultado se le aplica la tarifa correspondiente.
- **Sistema Celular**, en el cual las tarifas a tributar se establecen por grupos de rentas independientes, por ejemplo, las provenientes del capital puro, que sería el caso del mercado de valores; las rentas obtenidas por trabajo en relación de dependencia; las generadas por la actividad profesional, etc. Cada una de las cuales tiene una tarifa distinta, y el impuesto final es la suma de cada una.
- **Sistema Mixto**: que como su nombre lo indica, mezcla ambos conceptos.

De acuerdo a lo establecido en el Art. 1 de la Ley de Régimen Tributario Interno (LRTI), en el Ecuador se aplicaría el sistema de renta global, gravando con este impuesto a todos los ingresos obtenidos por personas naturales, sucesiones indivisas y sociedades nacionales o extranjeras.

Sin embargo, la misma Ley establece rentas con tarifas especiales o únicas, como las provenientes de rifas y sorteos, por ejemplo, razón por la cual podemos concluir que el verdadero sistema de definición del Impuesto a la Renta que se maneja en nuestro país, es el mixto, que conlleva algunas ventajas para nuestra

propuesta, puesto que admite la diferenciación de ciertas rentas que pueden tener tratamientos preferenciales.

En efecto, sabemos que en 1993 se estableció una limitación expresa a la renta global con el impuesto único del 8% para las ganancias derivadas de las actividades bursátiles, y aunque no sea partidaria de dicha medida, contamos con las herramientas doctrinales suficientes para elaborar una propuesta rentable con menor imposición para las rentas del mercado de valores.

Siguiendo con nuestro análisis, debemos mencionar que la Ley de Régimen Tributario Interno grava con el impuesto a la renta a todos los ingresos de fuente ecuatoriana, provenientes del trabajo y/o del capital, consistentes en dinero o en especie, dentro de los cuales constan (Art. 8):

- Los percibidos por actividades económicas realizadas en el territorio nacional;
- Las utilidades provenientes de la enajenación de bienes muebles o inmuebles ubicados en el país;
- Las utilidades que distribuyan, paguen o acrediten sociedades establecidas en el país;
- Los intereses y demás rendimientos financieros pagados o acreditados por personas naturales residentes en el Ecuador; o por sociedades con domicilio en el Ecuador, o por entidades u organismos del sector público;¹³

En virtud de lo anterior, estarían gravados todos los ingresos que pueden derivarse del mercado de valores, sin embargo, se establecen, entre otras, las siguientes exoneraciones para fines de su determinación y liquidación (Art. 9):

¹³ Artículo 8 de la Ley de Régimen Tributario Interno.

- Los **dividendos y utilidades**, calculados después del pago del impuesto a la renta, distribuidos, pagados o acreditados por sociedades nacionales;
- Los **intereses** percibidos por personas naturales por sus depósitos **de ahorro** a la vista pagados por entidades del sistema financiero del país;
- Los generados por la **enajenación ocasional de inmuebles, acciones o participaciones**. Para los efectos de la Ley se considera como enajenación ocasional aquella que no corresponda al giro ordinario del negocio o de las actividades habituales del contribuyente;
- Las **ganancias** de capital, utilidades, beneficios o rendimientos **distribuidos por los fondos de inversión, fondos de cesantía y fideicomisos mercantiles** a sus beneficiarios, siempre y cuando estos fondos de inversión y fideicomisos mercantiles hubieren cumplido con sus obligaciones como sujetos pasivos satisfaciendo el impuesto a la renta que corresponda;
- Los **rendimientos obtenidos** por personas naturales o sociedades **por las inversiones en títulos de valores en renta fija, de plazo de un año o más, que se negocien a través de las bolsas de valores del país**. Esta exoneración no será aplicable en el caso en el que el perceptor del ingreso sea deudor directa o indirectamente de la institución en que mantenga el depósito o inversión, o de cualquiera de sus vinculadas.¹⁴

Como vemos, las exoneraciones previstas en la LRTI vigente abarcan tíbiamente a los ingresos que pueden obtenerse a través del mercado de valores, sin embargo, estos presupuestos legales están ampliamente limitados, como lo detallo a continuación:

¹⁴ Artículo 9 de la Ley de Régimen Tributario Interno.

- Los intereses provenientes del ahorro de personas naturales se limitan al ahorro a la vista confiado a las desprestigiadas instituciones del sistema financiero, no se abarca una apertura al fomento del ahorro canalizado hacia las actividades productivas por medio de la actividad bursátil.
- Los generados por la enajenación de inmuebles, acciones o participaciones se limita a que tales transacciones sean OCASIONALES; sin embargo la agilidad del mercado de valores y su condición básica de libertad de entrada y salida de los actores e inversionistas supone que dicha enajenación de acciones o participaciones (que sería bajo la figura de emisión de obligaciones), sea consuetudinaria, y masiva de ser posible.
- Adicionalmente se limita la exoneración a las ganancias distribuidas por fondos de inversión o de cesantía o por fideicomisos mercantiles, no se contempla la creación de nuevas figuras que pueden intervenir en el mercado de capitales.
- Finalmente, la exoneración de impuesto a la renta por rendimientos obtenidos en negociaciones bursátiles contempla únicamente a los valores de renta fija, y solamente si son negociados en las Bolsas de Valores, ¿Por qué no los de renta variable?, ¿Qué pasa con el mercado extra bursátil, o privado?

Adicionalmente, la LRTI vuelve a normar el tratamiento tributario aplicable al mercado de valores en algunas ocasiones:

- Al tratar acerca de las retenciones en la fuente de impuesto a la renta, el Art. 45 establece que *“no procederá retención en la fuente en los pagos realizados al patrimonio de propósito exclusivo utilizados para desarrollar*

procesos de titularización, realizados al amparo de la Ley de Mercado de Valores.”

- Frente a las transferencias objeto de Impuesto al Valor Agregado, el Art. 54 prevé que *“la cesión de acciones, participaciones sociales y demás títulos valores”* no está gravada con el 12% general.
- Y, frente a los servicios gravados con IVA, en su Art. 56, le da la tarifa del 0% a los servicios *“financieros y bursátiles prestados por las entidades legalmente autorizadas para prestar los mismos”*; y los de *“transferencia de títulos valores”*.

No se puede negar la importancia de las normas precedentes con respecto a la exoneración del IVA para las transferencias y servicios del mercado de valores, que efectivamente constituye una ventaja frente a otras transacciones gravadas, pero no considero que sea un factor determinante frente a los consumidores.

Para terminar, y como conclusión de los párrafos anteriores, podemos decir que nuestra problemática relacionada a la inexistencia real de incentivos tributarios que fomenten el desarrollo del mercado de valores del Ecuador, se verifica con el análisis de la legislación aplicable, y, dadas las condiciones favorables para establecer nuevos incentivos, debemos focalizarnos en contribuir con tales medidas al desarrollo y masificación de este mercado de valores.

○ **Ámbito general y limitaciones del mercado de valores.**

Por otro lado, y para complementar el análisis del marco legal que regula el mercado de valores, vamos a tratar brevemente el funcionamiento del aparato bursátil nacional, y las normas de autorregulación previstas en la Ley de Mercado de Valores:

En la actualidad, y como ya habíamos visto previamente, el Consejo Nacional de Valores es el organismo encargado de regular el funcionamiento del mercado de valores y establecer las políticas generales que lo rigen. Para esto está obligado a sesionar por lo menos una vez al mes, conformando un Directorio multirepresentativo previsto estrictamente.

De acuerdo a lo dispuesto en el Art. 9 de la LMV, al CNV, entre otras funciones administrativas, le corresponde:

- Expedir las normas complementarias y las resoluciones administrativas de carácter general necesarias para la aplicación de la Ley;
- Expedir las normas generales en base a las cuales las bolsas de valores y las asociaciones gremiales podrán dictar sus normas de autorregulación;
- Regular las inscripciones en el Registro del Mercado de Valores y su mantenimiento;
- Velar por la observancia y cumplimiento de las normas que rigen el mercado de valores;
- Definir los términos de uso general en materia de mercado de valores;”

De lo expuesto queda claro que el CNV tiene amplias facultades normativas que le permiten intervenir y modificar el funcionamiento del mercado de valores, sujeto solamente a los parámetros establecidos en la Ley. Por tanto, las Resoluciones que expida son obligatorias y mandatorias para los partícipes del mercado.

Adicionalmente, las Bolsas de Valores tienen la facultad de autorregularse dentro de los parámetros establecidos por el CNV, con el fin de establecer los pormenores de su funcionamiento, registro de valores, condiciones, etc.

Esta iniciativa, presente en la generalidad de legislaciones, es muy positiva pero está limitada a cercos legalmente establecidos, que nos permite pensar que las

Leyes son excesivamente reglamentarias e impiden generar una velocidad de innovación y creatividad en el mercado, sobre todo con respecto a las restricciones y grandes requerimientos que deben cumplir los emisores para ingresar al mercado de valores.

Por tanto, se debería aprovechar más estas atribuciones del Consejo Nacional de Valores y de las Bolsas de Valores para emitir resoluciones atractivas para el ingreso de nuevos emisores y de nuevos inversionistas, sin necesidad de recurrir a complicadas reformas legales que retardan la agilidad requerida por estos nuevos actores potenciales.

- **¿Excesiva reglamentación? Perjuicios para la innovación y creatividad del mercado;**

En este sentido, y retomando los argumentos de los analistas Harold Beyer y Rodrigo Vergara en su obra *¿Qué hacer ahora?*¹⁵, se requiere promulgar leyes “menos detalladas” puesto que “resulta muy costoso ir al Congreso cada vez que la legislación resulta restrictiva para la velocidad del mercado financiero”.

Siguiendo este lineamiento, sostienen que no se debe enfatizar el control preventivo del mercado de valores, y que hay que liberarse de la presunción de la autoridad que los actores del mercado buscan “abusar, monopolizar o evadir impuestos”, puesto que esto provoca desincentivar las inversiones. Concluyen que se debe partir de los principios de la buena fe comercial y que “es necesario perseguir el delito “ex post” y no intentar prevenirlo “ex ante”.

Estos analistas sugieren revisar los reglamentos vigentes para flexibilizar los requisitos impuestos a los emisores y propiciar así una verdadera libertad de

¹⁵ Disponible en la Biblioteca virtual de la FLACSO en la página web www.flacso.com

inversión, por ejemplo, permitiendo emisiones de empresas nuevas, que no está contemplada en nuestro ordenamiento.

Por su parte, el PhD Patricio Arrau en su obra “el mercado de capitales chileno, un necesario Big Bang para el crecimiento”¹⁶ sostiene que se debe impulsar un “Big Bang financiero” que es la *“eliminación en un corto período de tiempo de varias normativas y sobreregulación en los mercados financieros y de capitales, lo que permite dar un salto cualitativo de mayores espacios de libertad y entregar una potente señal a los actores nacionales de un cambio significativo de política financiera.”*

Esta iniciativa, que fuera implantada por Australia y Nueva Zelanda a principios de la década de los 80, y por Francia, España, Inglaterra y Japón en la década de los 90, busca eliminar casi por completo las restricciones de ingreso al mercado de capitales para desarrollarlos, pero supone igualmente, partir de un mercado mas o menos avanzado o maduro con bases sólidas, que aguante el peso de este método tan radical, y que proyecta tan grandes beneficios.

Para la realidad ecuatoriana, alejada de las perspectivas chilenas, basta con tomar en cuenta un programa de desregulación gradual y política de apertura al mercado de capitales, que generaría gran credibilidad en los actores actuales y provocaría el ingreso de nuevos.

Cabe indicar que la “desregulación” del mercado de capitales es una tendencia internacional reconocida y aplicada en varios países, y con grandes proyecciones de éxito en un mercado tan reducido como el nuestro. Para esto lo único que sugeriría es fortalecer las instituciones de control para que lo realicen de manera adecuada –y no necesariamente preventiva-.

¹⁶ Disponible en la página web www.biografias.bcn.cl/alegislativo/pdf.

- **Normas comunitarias e internacionales.**

Por otro lado, y frente al ordenamiento jurídico comunitario, cabe indicar que con fecha 18 de julio del 2005 se emitió la Decisión No. 624 de la Comunidad Andina de Naciones por medio de la cual se creó el Comité Andino de Autoridades Reguladoras del Mercado de Valores, que está integrado por los titulares de los organismos controladores de Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela, y cuyo objetivo es *“brindar asesoramiento en la promoción del proceso de integración de los mercados de valores en la Subregión, tomando en cuenta la protección de los pequeños inversores y el desarrollo eficiente de dichos mercados”*¹⁷.

Esta decisión comunitaria sostiene que la adopción de medidas para estimular la integración financiera fomenta el crecimiento económico que aumenta el bienestar de la sociedad. Estas consideraciones son muy ciertas; sin embargo, no existen nuevos pronunciamientos de la Secretaria de la CAN ni del nuevo Comité que pongan en marcha la creación del “mercado de capitales andino”, que, en teoría, buscaría la intermediación de títulos emitidos por el sector público, privado y de los organismos financieros andinos, e impulsaría la adopción del llamado “Régimen Especial para Emisiones Regionales Andinas” elaborado por la Corporación Andina de Fomento CAF.

Este supuesto proceso de integración de los mercados de valores de la Comunidad Andina se mantiene en calidad de proyecto y, luego de las investigaciones realizadas durante la redacción de este trabajo, debo mencionar que la información relacionada con el mismo es casi inexistente. Sin embargo, no parece tener mayor relevancia en el desarrollo del mercado de valores del Ecuador, y no conlleva ningún beneficio desde el punto de vista tributario.

¹⁷ Decisión 624 disponible en la página web oficial www.comunidadandina.org

Adicionalmente, hay que destacar la iniciativa del Ministerio de Economía y Hacienda y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España, que creó en mayo de 1999, bajo la figura jurídica de Fundación sin ánimo de lucro, el Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, *“para impulsar el desarrollo de mercados de valores transparentes e íntegros, mejorar el conocimiento de su estructura y regulación, potenciar la armonización y fomentar la cooperación entre supervisores y reguladores.”*¹⁸

Este Instituto está conformado por España, Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Portugal, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

Ofrece cada año cursos de capacitación sobre temas diversos, como procedimientos de control y monitoreo, mecanismos modernos de procesamiento de información, etc., y pone a disposición de los mercados latinoamericanos los modelos innovadores que han sido practicados en España exitosamente, y que pueden influenciar positivamente a nuestros mercados subdesarrollados.

Adicionalmente, los estudios y publicaciones promovidas por el Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores tratan seriamente las problemáticas de esta esfera bursátil y proponen mecanismos para su desarrollo. Por ejemplo, la propuesta técnica de ofrecer un *“modelo que facilite la titularización de créditos procedentes de la financiación de las pequeñas y medianas empresas en Iberoamérica”*, es un referente muy importante a seguir para el crecimiento del mercado de valores que lo trataremos con detenimiento más adelante.

¹⁸ Tomado de las definiciones de la página web oficial www.iimv.org/que_es.htm

Finalmente, dentro de los organismos internacionales que abarcan el mercado de valores, cabe mencionar a la Organización Internacional de Comisiones de Valores IOSCO, de la cual forma parte nuestra Superintendencia de Compañías, que promueve la aplicación generalizada de treinta principios básicos para la regulación del mercado de valores.¹⁹

A manera de resumen, con esto hemos terminado el análisis del marco jurídico y regulatorio que rige al mercado de valores de nuestro país, revisando la Ley de Mercado de Valores y su reforma; la Ley de Régimen Tributario Interno; las facultades de autorregulación del Consejo Nacional de Valores y de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil; y las Instituciones y normas internacionales principales que atañen el desenvolvimiento del mismo.

Entonces, dejando a un lado las connotaciones de las leyes nacionales y las iniciativas comunitarias o iberoamericanas, vamos a interesarnos continuación en la realidad del mercado de valores en otras legislaciones:

- **¿Qué pasa en otras legislaciones? Breve apertura al tratamiento tributario de otros países frente al mercado de valores.**

Aquí voy a citar algunos ejemplos de tratamientos tributarios amigables al desarrollo del mercado de valores, y modelos innovadores que son aplicados en otros países, para analizar sus ventajas y virtudes de cara al ansiado desarrollo de nuestro mercado de valores. Veamos:

1. Caso de Argentina:

¹⁹ Principios de regulación disponibles en la página web www.educacionfinanciera.gob.sv/contenido/valores.htm

En Argentina se mantiene en vigencia desde 1974, la Ley 20.643 que establece el “Régimen de desgravación impositiva para la compra de títulos valores privados.” Esta norma prevé en su Art. 1 que las personas físicas, las sucesiones indivisas y las sociedades de capital, podrán computar como pago a cuenta del impuesto a las ganancias de capital, las sumas que se depositen con destino a la compra de títulos valores, dentro de las tablas establecidas para este efecto.²⁰

Por otro lado, mantiene un consciente interés en desarrollar su mercado de capitales y, con el fin de proveer nuevos instrumentos destinados a la captación del ahorro público que se trasformen en inversiones de largo plazo en la economía real, recientemente se amplió el tope de emisión de las obligaciones negociables de las pequeñas y medianas empresas, a un monto máximo de quince millones de dólares que podrán ser colocados y negociados en este mercado.

2. España:

El mercado de valores de España está entre los más desarrollados del mundo, cuenta con los mejores niveles de rentabilidad y credibilidad, y se mantiene a la vanguardia con grandes proyectos innovadores y nuevos productos bursátiles que abarcan entre otros, los temas de tecnología, ecología, responsabilidad social, desarrollo empresarial, etc., como lo ejemplifico rápidamente a continuación²¹:

- Manejan una plataforma electrónica de negociación de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, para facilitar el comercio de los derechos de emisión y colaborar así con el cumplimiento del Protocolo de Kyoto para combatir el cambio climático.

²⁰ Texto completo de la Ley disponible en la biblioteca electrónica de la Asociación de Abogados de Buenos Aires, página web oficial www.aaba.org.ar/.

²¹ Información tomada de las Noticias de actualidad publicadas por el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores. www.iimv.org

- Crearon un nuevo indicador para productos financieros de compañías españolas con prácticas de negocios socialmente responsables, que pretende alentar a la adopción de estándares internacionales de responsabilidad social corporativa.
- Instituyeron un nuevo “Mercado Alternativo Bursátil para Empresas en Expansión” (MAB), para dar respuesta a valores que requieren un tratamiento singularizado, en empresas de reducida capitalización que buscan abrirse a un segmento con mayor regulación. Este nuevo mercado está dirigido a compañías que hasta ahora no se habían planteado cotizar en Bolsa por las exigencias que implica, y es un mecanismo para potenciar la aportación de muchas de estas empresas al crecimiento económico, facilitándoles el acceso al capital para el desarrollo de nuevos proyectos empresariales.

Solamente con estos tres ejemplos se evidencia el gran impulso que tiene el mercado de valores español y la diversificación de ofertas bursátiles para abarcar a todos los potenciales participantes. Debo enfatizar en el mercado alternativo para empresas en expansión, que es una iniciativa importantísima para incluir en el mercado de valores a las empresas en desarrollo, otorgándoles mayores beneficios y simplificando los procedimientos para que listen en Bolsa.

En cuanto al tratamiento tributario aplicado en el país ibérico para el mercado de valores, debemos mencionar que el 1 de enero de 2007 entró en vigencia la Ley 35/06 que reforma el Impuesto a la Renta de Personas Físicas (IRPF) y establece un tipo único del 18% para todas las rentas derivadas del ahorro, independientemente de su periodo de generación.²²

²² Análisis completo de la Ley de Impuesto a la Renta de personas físicas disponible en la biblioteca virtual Wikipedia en el link es.wikipedia.org/wiki/IRPF.

Es que previo a esta reforma, las ganancias originadas de la compra-venta de acciones o de cualquier producto de renta fija a corto plazo, tributaban al tipo marginal, que podía llegar incluso a niveles del 45%; mientras que a largo plazo pagaban el 15%, como lo explica Antonio Zoido, Presidente de las Bolsas y Mercados Españoles (BME) en el análisis presentado por la revista BOLSA de diciembre de 2006²³.

Los objetivos de dicha reforma fueron favorecer la neutralidad, eficiencia, equidad y sencillez en las operaciones bursátiles seguidas por personas naturales y fomentar el ahorro a largo plazo basado en la rentabilidad de la inversión, sin que estas decisiones se vean distorsionadas por factores fiscales.

Cabe mencionar que en España el Impuesto a la Renta aplicado a las Personas Físicas es un impuesto analítico, que maneja dos bases imponibles en función de la procedencia de las rentas: de los ingresos generales, o del ahorro. En tal sentido, con la reforma se buscó premiar el ahorro de la colectividad con el impuesto único del 18%, y también se proveyeron incentivos tributarios para el desarrollo de fondos de previsión social que garanticen a los inversionistas la obtención de rentas a futuro (como complemento a la jubilación).

En resumen, sobra mencionar que el mercado de valores de España está ampliamente avanzado, verificando ese presupuesto de correspondencia entre el desarrollo económico y el del mercado de capitales, como lo afirma Seminarium letter de septiembre 2005: *“el desarrollo del mercado bursátil es un indicador clave del nivel de desarrollo de un país.”*

²³ Tomado del Artículo “Nuevos desafíos”, publicado en la revista BOLSA, editada en Madrid, España y en circulación para el mes de diciembre de 2006.

3. Estados Unidos de América:

Por su parte, este país es históricamente el más volcado al mercado de capitales en todas sus formas, y es el que practica mayores innovaciones. En efecto, como lo describe el analista John C. Edmunds, *“en los Estados Unidos la Bolsa es la institución mas dinámica de la economía y su rol en la asignación de recursos es la más dominante. Además de captar recursos, la Bolsa anima la imaginación de los que aspiran a ser emprendedores”*²⁴.

Al momento no es un buen ejemplo por la crisis mundial que ha desencadenado la caída de los precios de las acciones de Wall Street, sin embargo, y para efectos de este trabajo, debemos mantenernos alejados de esas percepciones, puesto que tales indicadores no tienen la capacidad de interferir en los modelos que aquí se proponen a pequeña escala.

Una vez hecha esa aclaración, podemos decir que actualmente y verificando la tendencia de desregulación entre otras ventajas y aperturas, el mercado de valores estadounidense mantiene abierta la oferta privada de instrumentos no registrados.

Esta iniciativa permite que los intermediarios financieros vendan valores no registrados, lo que incorpora al mercado a los instrumentos que no cumplirían ciertas características o requerimientos necesarios para su formalización e inscripción.

Además, y propiciando la seguridad de los actores y consumidores del mercado de valores, esta innovación se basa en una diferenciación del tipo de inversionistas que pueden acceder a estos valores; en efecto, únicamente los

²⁴ EDMUNDS John C., “Capital de riesgo: experiencia comparada EEUU y Chile”, 2003, disponible en la página web www.faculty.babson.edu/edmunds/Powerpoints/Vc_charlaFINAL.ppt

“qualifying investors” (inversionistas calificados) estarían autorizados a comprar y vender los títulos no registrados y beneficiarse de los riesgos que estos conllevan.

En consecuencia, los categorizados como “non qualifying investors” (inversionistas no calificados), siguen siendo sujetos de protección y por tanto no están autorizados para involucrarse en transacciones no registradas, y así no abrir las oportunidades de tener nuevos inversionistas víctimas de abusos de emisores poco serios, por ejemplo.²⁵

Adicionalmente, y en relación a las ventajas tributarias que presenta el modelo estadounidense, podemos citar que frente al mercado de capital de riesgo y lanzamiento de ofertas iniciales de acciones, los emisores e inversionistas pueden arrastrar sus eventuales pérdidas netas hasta cinco años posteriores, y que casi no existen impuestos menores que afecten las nuevas entradas al mercado.

4. Perú:

Acercándonos más a la realidad ecuatoriana –inclusive geográficamente- podemos tomar como ejemplo representativo el tratamiento tributario a la inversión en Bolsa de Perú. Veamos:

Primero, cabe mencionar que este país se ha mantenido muy activo en cuanto a la promoción y desarrollo del mercado de valores, y en tal virtud, el 8 de diciembre de 2004 se publicó el Decreto Supremo 179 por medio del cual se reordenó el texto de la Ley del Impuesto a la Renta, contemplando la siguiente exención para las ganancias provenientes de la actividad bursátil:

²⁵ Información tomada de la enciclopedia virtual Wikipedia, disponible en el link www.wikipedia.org/wiki/Bolsa_de_Nueva_York.com

Artículo 19º.- “Están exonerados del impuesto hasta el 31 de diciembre del año 2008:

l) La ganancia de capital proveniente de:

1. La **enajenación de valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores a través de mecanismos centralizados** de negociación a los que se refiere la Ley del Mercado de Valores; **así como** la que proviene de la enajenación de valores mobiliarios **fuera de mecanismos centralizados** de negociación siempre que el enajenante sea una persona natural, una sucesión indivisa o una sociedad conyugal que optó por tributar como tal.
2. La **enajenación de los títulos representativos y de los contratos sobre bienes o servicios efectuados en las Bolsas de Productos**, a que se refieren los incisos b) y c) del Artículo 3º de la Ley N° 26361;
3. La **redención o rescate de valores mobiliarios emitidos directamente, mediante oferta pública**, por personas jurídicas constituidas o establecidas en el país; así como de la redención o rescate **de los certificados de participación y otros valores mobiliarios, emitidos por oferta pública**, en nombre de los fondos mutuos de inversión en valores, fondos de inversión o patrimonios fideicometidos, constituidos o establecidas en el país; de conformidad con las normas de la materia.” (resaltado fuera de texto)

Como vemos, el ordenamiento jurídico peruano contempla grandes beneficios tributarios para las ganancias que se obtengan a través del mercado bursátil, sin embargo, de acuerdo al decreto legislativo No. 972, las ganancias de capital efectuadas en Rueda de Bolsa estarían gravadas a partir del primero de enero del 2009, pero hasta la fecha no se ha expedido el reglamento de dicha ley sin el cual no se la podría aplicar.²⁶

Es claro que dicho beneficio tributario fue instaurado como incentivo al ingreso a las Bolsas de Valores, tanto de empresas como de inversionistas, y aunque no he tenido acceso a cifras reales que demuestren el impacto de esta medida, es

²⁶ Según lo dispuesto en el Art. 19 del TEXTO UNICO ORDENADO DE LA LEY DEL IMPUESTO A LA RENTA, DECRETO SUPREMO N° 179-2004-EF Publicado el 08 de diciembre de 2004 en el Diario Oficial “El Peruano”.

relevante mencionar que en el año 2006 la Bolsa de Valores de Lima cerró con el índice más alto de rentabilidad mundial, y en el 2007 obtuvo el cuarto lugar.²⁷

5. El modelo chileno:

El mercado de valores de Chile ha experimentado un importante crecimiento y desarrollo, y considero que es un gran referente a seguir.

Para empezar vamos a mencionar que siguiendo las tendencias innovadoras, la Bolsa de Comercio de Santiago en una iniciativa conjunta con la Superintendencia de Valores y Seguros y las autoridades económicas y financieras de los sectores públicos y privados, lanzaron en diciembre del año 2001, un nuevo segmento del mercado bursátil chileno, denominado el “Mercado de Empresas Emergentes”. Este nació como respuesta a la necesidad de financiamiento de las empresas en crecimiento y con proyectos innovadores.²⁸

Esta iniciativa se basa en otorgar beneficios tributarios a los miembros de este nuevo segmento bursátil, como se resume a continuación:

- Establece excepciones sobre los requisitos estrictos para cotizar en Bolsa.
- Co-financiamiento de los gastos asociados al proceso de inscripción de la sociedad en este nuevo mercado.
- Exención de impuestos a la ganancia de capital por la compra-venta de acciones tanto para los emisores como para los inversionistas, durante tres periodos fiscales que pueden alargarse indefinidamente si la empresa continúa en el mercado.

²⁷ Información disponible en la página web oficial www.bvl.com.pe

²⁸ Conforme a lo descrito en la página web www.bovalpo.cl

- Subvención para la contratación de asesoría.

A manera de recapitulación de lo expuesto en este tema, al analizar otras realidades de los mercados de valores extranjeros, hemos visto que el desarrollo, innovación y ventajas que presenta el mismo en los ejemplos abarcados, nos permite materializar su importancia y realizar los fines que se pueden perseguir a través de participación activa e incentivos representativos.

- **DE LOS ACTORES DEL MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR, LOS PRODUCTOS OFERTADOS Y SU TRATAMIENTO TRIBUTARIO:**

Una vez que hemos llegado a la conclusión anterior estudiando las especificidades de modelos bursátiles que se siguen en otras latitudes, veamos cuál es la realidad de los actores del mercado de valores ecuatoriano, los productos que aquí se negocian y su tratamiento tributario a la luz del 2009:

- o **Clasificación de valores y tratamiento tributario.**

Se puede clasificar a los títulos valores de acuerdo al sector que los emiten (ya sea público o privado); en función del mercado al que pertenecen (monetario o de valores); o de acuerdo al tipo de rentabilidad que conllevan (fija o variable).

Vamos a interesarnos en este último parámetro de clasificación, para analizar las características y tratamiento tributario individual de los valores de renta fija y de los de renta variable en nuestro país:

▪ VALORES DE RENTA FIJA:

“Art. 30 LMV.- De los valores de renta fija.- Valores de renta fija *son aquellos cuyo rendimiento no depende de los resultados de la compañía emisora, sino que está predeterminado en el momento de la emisión y es aceptado por las partes.*

El emisor puede colocar los valores de renta fija que emita en el mercado primario bursátil o extrabursátil, a través de una casa de valores, pudiendo colocar también directamente dichos valores en el mercado primario extrabursátil. En el mercado secundario extrabursátil, los inversionistas institucionales, podrán comprar y vender valores de renta fija por cuenta propia. (...)

Todas las operaciones de mercado secundario con instrumentos emitidos a largo plazo, esto es a más de trescientos sesenta días, deberán ser negociadas en las bolsas de valores. (...). (Resaltado fuera de texto).

A su vez los títulos-valores de renta fija se clasifican en:

- Títulos de corto plazo, con vencimiento entre 1 y 360 días; y
- Títulos de largo plazo, cuyo vencimiento es mayor a los 360 días.
 - Éstos pueden tener cupones para el pago periódico de los intereses, los mismos que pueden ser negociados con el título principal, o en forma independiente, según la necesidad y conveniencia del tenedor.
 - En el caso de los títulos que no tienen cupones, el pago se realiza al vencimiento del plazo, junto con el capital.

Es evidente que los títulos valores de renta fija conllevan gran seguridad, sobre todo frente a los inversionistas, puesto que sin importar los resultados finales de la empresa emisora se obtendrán los rendimientos pactados; y como consecuencia,

al no “compartir” los riesgos, los emisores pueden ofrecer intereses menos atractivos.

En cuanto al tratamiento tributario aplicable a las ganancias que se generen con el vencimiento de estos títulos, la Ley de Régimen Tributario Interno en su Art. 9, exenciona del pago de impuesto a la renta únicamente a los rendimientos obtenidos por las inversiones en títulos de valores en renta fija, de plazo de un año o más, que se negocien a través de las bolsas de valores del país.

En esta exoneración se discrimina a todos los títulos de renta fija de corto plazo, que por su misma naturaleza son los más negociables. Desde esta perspectiva no se estaría fomentando la dinamización del sector bursátil, sino frenando la movilidad del mercado, puesto que si solamente están libres de impuestos los valores más seguros y restringidos, la demanda los preferirá por sobre todos los demás y, en consecuencia serán los más ofertados.

▪ **Productos de renta fija.**

Dentro de esta clasificación, el sector privado no financiero está facultado para emitir los siguientes títulos-valores:

- **Bonos u obligaciones corporativas:** el Art. 160 de la Ley de Mercado de Valores, al tratar acerca de las obligaciones bursátiles, define:

Art. 160.- Obligaciones son los valores emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

Las obligaciones podrán estar representadas en títulos o en cuentas en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores. Tanto los títulos como los certificados de las cuentas tendrán las características de ejecutivos y su contenido se sujetará a las disposiciones que para el efecto dictará el C.N.V.

La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo. En este último caso se tratará de papeles comerciales. Se entenderá que son obligaciones de largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento. (Resaltado fuera de texto).

Este procedimiento conlleva el establecimiento de una garantía general, que es la totalidad de activos no gravados por el emisor, y puede tener también garantías específicas que cubran el pago del capital y los intereses.

Aquí se nota claramente la discriminación otorgada por la Ley de Régimen Tributario Interno, puesto que solamente las ganancias obtenidas de obligaciones de largo plazo están exoneradas de tributar el Impuesto a la Renta, mientras que los rendimientos producto de los papeles comerciales están gravados con las tarifas normales de dicho impuesto.

- **Titularización:** por su parte, este mecanismo es tratado en el Título XVI de la Ley de Mercado de Valores, como sigue:

Art. 138.- De la 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.

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la presente Ley.

No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por esta Ley para los procesos de titularización. (Resaltado fuera de texto).

Para esto, el Art. 139 establece a las partes esenciales de este proceso, como resumo a continuación:

- **“Originador”**: Personas naturales o jurídicas, públicas, privadas, mixtas, nacionales o extranjeras, que sean propietarias de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados.
- **“Agente de Manejo”**: Sociedad administradora de fondos y fideicomisos que recibe y administra los activos a ser titularizados en representación del patrimonio de propósito exclusivo, emite los valores respaldados en el mismo, y distribuye entre los inversionistas los resultados obtenidos.
- **“Patrimonio de propósito exclusivo”**: 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 proceso de titularización. Puede instrumentarse como fondo colectivo de inversión o fideicomiso mercantil.

La titularización se puede desarrollar a partir de activos existentes o que se espera que existan, que comporten la expectativa de generar flujos futuros determinables, y sobre los cuales no pese ningún gravamen o limitación de dominio.

En estos casos los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente y/o adquieren una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo a prorrata de su inversión, con lo cual participan de las utilidades o pérdidas que se generen.

En tal sentido, los resultados obtenidos por los rendimientos financieros de estos procesos estarán exonerados del pago de Impuesto a la Renta únicamente si su tiempo es mayor a 360 días, sin embargo no se establece ningún tipo de beneficios tributarios para los emisores que confíen sus activos o flujos futuros al

mercado de valores, ni se contemplan tratamientos tributarios especiales para las alícuotas de los patrimonios de propósito exclusivo.

▪ **VALORES DE RENTA VARIABLE:**

Art. 32 LMV.- De los valores de renta variable.

Valores de renta variable son el conjunto de los activos financieros que no tienen un vencimiento fijo y cuyo rendimiento, en forma de dividendos o capital, variará según el desenvolvimiento del emisor.

Tanto en el mercado primario como secundario los valores de renta variable, inscritos en bolsa deberán negociarse únicamente en el mercado bursátil a través de las casas de valores, con excepción de las transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales o de hecho.

Serán nulas las negociaciones realizadas con violación de lo que dispone el presente artículo sin que, por consiguiente, el cesionario pueda ejercer ninguno de los derechos que le otorga la ley al accionista. Los representantes legales de emisores cuyas acciones se encuentran inscritas en las bolsas de valores, deberán abstenerse de inscribir transferencias de dichas acciones sin que previamente se les haya presentado la respectiva liquidación de bolsa, salvo en los casos determinados en el inciso segundo de este artículo. (Resaltado fuera de texto).

El rendimiento de estos papeles no depende de un interés pactado, sino que está dado por factores cambiantes tales como la capacidad gerencial, el mercado y sus fluctuaciones, el entorno macroeconómico, etc. Es decir, que tienen un riesgo implícito y, por tanto los intereses o beneficios que se deben ofrecer para atraer a la demanda deben ser mayores.

Las leyes tributarias no contemplan ningún tratamiento especial para las ganancias que se obtengan a través de valores de renta variable y, por tanto todo

rendimiento que produzcan las inversiones en estos títulos deberá pagar impuesto a la renta.

De la misma forma no se prevén incentivos tributarios para los emisores que abran sus empresas al capital fresco de la colectividad y compartan los riesgos de su manejo.

▪ **Productos de renta variable:**

Dentro de esta categoría, los títulos valores más comunes son las acciones, cuya rentabilidad está en concordancia con los dividendos que reparta la empresa emisora, y las expectativas de su desempeño futuro.

En el país el mercado formal de acciones es mínimo, pues los principales obstáculos que impiden su desarrollo, como lo determinan los especialistas de la Superintendencia de Compañías, son²⁹:

- **La falta de apertura del capital de las empresas**, ya que la mayor parte de ellas son compañías pequeñas, de origen y estructura familiar, que no realizan un esfuerzo significativo para abrir sus capitales y ampliar su base accionaria; y
- **La discriminación tributaria para las acciones frente a otros títulos – valores**, y al reducido número de compañías que se han inscrito en la bolsa para negociar sus acciones, lo cual ha impedido la obtención de recursos vía emisión y colocación de acciones, que vayan a robustecer la base accionaria y patrimonial de las empresas.

²⁹ Tomado de “Memoria del Mercado de Valores Ecuatoriano 2001-2005” disponible en la página web de la Superintendencia de Compañías, link www.supercias.gov.ec/paginas_htm/mercado/estadisticas/memorias/memoria%202005.htm

Adicionalmente, este estudio manifiesta que el Mercado Accionario no puede separarse de la política económica general, ya que su objetivo principal es canalizar los ahorros de la colectividad hacia los sectores productivos; *“de ahí que la aplicación de las políticas monetarias, crediticias, fiscales, etc., inciden directamente en su comportamiento; y por tanto la elevación constante de las tasas de interés, el esquema monetario de la dolarización, el incremento de los precios de los combustibles, etc., influyeron en el proceso inflacionario lo cual incidió directamente en la pérdida del interés del inversionista, en la adquisición de acciones, y en la preferencia por los títulos de corto plazo.”*³⁰

En general, el ecuatoriano no está familiarizado con esta posibilidad de canalización de sus recursos hacia la producción nacional, y es por esto que pese al desprestigio de las Instituciones del Sistema Financiero, se siguen confiando los ahorros a simples cuentas bancarias o de Cooperativas, que no ofrecen ninguna ventaja o verdaderas ganancias a los ahorristas, puesto que las tasas de interés que se ofrecen son mínimas, y casi desaparecen con los costos de mantenimiento, tarifas de retiro, etc.

Bajo esta perspectiva, es importante realzar que este manejo simplista del ahorro de la colectividad es lo que ha permitido la proliferación de figuras ilegales como las pirámides, que atraen los recursos de la sociedad civil con supuestas tasas de retorno exorbitantes, y que finalizan en trágicas estafas colectivas. Esto demuestra que los ecuatorianos sí están en búsqueda de nuevas formas de ahorro que les permitan perseguir un fin de lucro, y que cuando encuentran alternativas atractivas se reúnen para alcanzar las bases mínimas de inversión, como sucedió en el caso del Notario Cabrera.

³⁰ “Memoria del Mercado de Valores Ecuatoriano 2001-2005” Capítulo III “Evolución del Mercado de Valores” literal A) “Entorno político y económico”, páginas 27 y siguientes.

Por esta razón, considero que la difusión de un plan masivo de inversión en el mercado de valores dirigido al sector privado, oriente estos recursos que caen en sectores ilegales y absolutamente carentes de seguridad, puede convertirse en un verdadero motor de la economía nacional, dentro de un marco jurídico que ofrezca a las empresas emisoras de títulos valores de renta variable, beneficios tributarios notorios.

De esta manera el sector privado afianzaría su presencia en las Bolsas de Valores del país, generando un mercado de acciones atractivo, que en la actualidad es casi inexistente.

Finalmente, es importante tomar en cuenta que el mercado de acciones del que estamos tratando es talvez el de mayor riesgo dentro del mercado de capitales, debido a la subordinación existente con relación a otros factores como la productividad de la empresa emisora. Es por esto, que normalmente un inversionista al comprar acciones demanda mayores garantías de seguridad, o mejores tasas de retorno, que frente a otros títulos-valores, lo que se debe perfilar como un doble beneficio:

- Las empresas deben mejorar notablemente su productividad para que sus acciones resulten atractivas, bajo un tratamiento administrativo impecable que demuestre seguridad; y,
- Los inversionistas reciben mayores beneficios por su confianza.

Sin embargo, estadísticamente el mercado accionario siempre ha tenido una tendencia hacia la baja, en lo que se refiere a montos negociados en cada año y, por tanto un incentivo tributario considerable para la apertura del capital de las empresas ecuatorianas podría constituir el comienzo de un mercado de acciones representativo, y no discriminatorio con relación a los títulos de renta fija.

A manera de resumen de lo tratado en este punto relacionado a los productos ofertados en las Bolsas de Valores del país y su tratamiento tributario, hemos elaborado el siguiente cuadro:

	Valores de renta fija de corto plazo:	Para valores de renta fija de largo plazo:	Para valores de renta variable:
Pago de impuesto a la ganancia de capitales para inversionistas:	SI	NO	SI
Beneficios tributarios para los emisores:	NO	NO	NO
Tratamiento tributario especial en caso de pérdida:	NO	NO	NO
Mecanismos de garantía para las inversiones.	SI	SI	SI

Como vemos, la única exoneración tributaria prevista dentro del manejo del mercado de valores es en el pago de Impuesto a la Renta para rendimientos de títulos valores de renta fija de largo plazo, discriminando a los otros tipos de valores, y sin contemplar ningún beneficio de cara a los emisores e inversionistas ni al tratamiento en caso de pérdidas.

En virtud de lo anterior, es entendible el poco desarrollo del mercado de valores del Ecuador, y esto hace mas tangible la necesidad de incentivar tributariamente a todos los productos y actores del mismo, para configurar al sistema bursátil como base de la economía y pilar del ahorro colectivo y de la canalización de recursos hacia la producción nacional.

- **Actores del mercado de valores ecuatoriano y ventajas potenciales para el sector privado productivo:**

Una vez analizados los productos del mercado de valores y su tributación, vamos a interesarnos rápidamente en la clasificación de los valores de acuerdo a su emisor, y en este sentido, el Sector Público ha tenido una participación siempre representativa en las Bolsas Nacionales.

En efecto, este sector de la economía sí ha acudido a la Bolsa para su financiación, a través de la emisión de Bonos y deuda, y dentro del cerco estricto previsto por expresas disposiciones legales y reglamentarias, participando equitativamente en los mercados de valores de Quito y Guayaquil, como ya mencionamos.

Finalmente, y para cerrar este tema, debemos mencionar que no es posible acceder al detalle de las instituciones demandantes del sector privado en el mercado de valores ecuatoriano, debido a la prohibición expresa constante en el Art. 226 de la Ley de Mercado de Valores que transcribo a continuación:

“Art. 222: Del sigilo bursátil.-

Prohíbese a los intermediarios del Mercado de Valores y a los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, divulgar los nombres de sus comitentes, salvo en el caso de una auditoría, inspección o fiscalización de sus operaciones por parte de las Superintendencias de Compañías o de Bancos o de la respectiva Bolsa, o en virtud de una providencia judicial expedida dentro del juicio, o por autorización expresa del comitente.

*Los miembros del Consejo Nacional de Valores, los funcionarios y empleados de los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, de las Superintendencia de Compañías o de Bancos, u otras personas que en ejercicio de sus obligaciones de vigilancia, fiscalización y control tuvieren acceso a información privilegiada, reservada o que no sea de dominio público, **no podrán divulgar la misma, ni aprovechar la***

información para fines personales o a fin de causar variaciones en los precios de los valores o perjuicio a las entidades del sector público o del sector privado". (Resaltado fuera de texto).

De esta manera, no podemos evaluar la ingerencia de las empresas ecuatorianas en calidad de inversionistas, pero, frente al tamaño del mercado de valores de nuestro país, sí podemos insistir en que una mayor participación es necesaria para el desarrollo del sector bursátil que propiciamos.

- **Las grandes ventajas para las empresas privadas y el mercado de valores como motor de la economía.**

Reiterativamente a lo largo de este trabajo hemos manifestado que el desarrollo del mercado de valores genera una serie de grandes beneficios para sus partícipes y, una vez analizados todos los temas anteriores, es el momento de profundizar, a manera de recuento, a qué nos referimos:

Como hemos dicho, idealmente cuando una persona invierte en acciones (u otros títulos valores) a través de las Bolsas de Valores, sus recursos son canalizados hacia las empresas que producen en el país, apoyando así a su crecimiento y desarrollo, generando empleo y fortaleciendo el ahorro interno.

Simplemente estas ventajosas consecuencias son el argumento suficiente para adoptar medidas reales que impulsen el crecimiento y posicionamiento del mercado de valores como agente económico en nuestro país.

Más concretamente, se debe fomentar el ingreso masivo de empresas privadas y ciudadanía en general a las Bolsas de Quito y Guayaquil, para que progresivamente se consiga:

1. Endeudamiento privado más ágil, barato y permeable a las circunstancias de cada empresa:

En efecto, si en lugar de endeudarse con las Instituciones Financieras a través de créditos casi imposibles de acceder, las empresas privadas emitieran masivamente obligaciones o titularizaciones, obtendrían el capital fresco requerido a menores tasas de interés y adicionalmente consolidarían su imagen corporativa frente al público que adquiriría dicha deuda.

Adicionalmente, se debe recalcar que el proceso de aprobación de un crédito es largo y complicado, y los demandantes se someten a los requerimientos impuestos unilateralmente en los denominados “contratos de adhesión”, que entre varias otras cosas, exigen algunas de las condiciones del mercado de valores:

- Transparentar los estados financieros y balances y someterlos a la discrecionalidad del Banco; en el caso del mercado de valores, simplemente se verificarían liquidez, solvencia y buenos manejos administrativos;
- Establecer garantías de pago de la deuda, a través de hipotecas cerradas sobre inmuebles productivos y la firma de pagarés por valores exorbitantes que hasta triplican el monto del préstamo; en el caso del mercado de valores, las garantías no son confiscatorias, y velan únicamente por la seguridad de los inversionistas y el buen desenvolvimiento de la emisión.

En conclusión, el cambio del Banco por la Bolsa de Valores para obtener nuevos recursos no implica sino ventajas y mayor facilidad para las empresas, que si estaban dispuestas a ser sujetos de crédito, pueden fácilmente propiciar una emisión bursátil exitosa.

2. Diversificación de riesgos y redireccionamiento del dinero de la sociedad civil.

Igualmente, al cotizar en Bolsa, las empresas privadas abren su capital y diversifican el riesgo de los proyectos que ponen en marcha, con el apoyo decidido de nuevos partícipes que entran voluntaria y libremente a su proceso de producción.

De esta forma se combate la fragilidad financiera empresarial puesto que las empresas se fortalecen con la interacción de nuevos inversionistas, y con la implementación de modelos administrativos más sólidos que permiten su entrada al mercado de valores y esto provoca que se distribuya en el tiempo los efectos de choques externos, o de competencia masiva.

De ahí la importancia de canalizar los recursos de la ciudadanía al sector productivo, ya que limita los peligros de caer en modelos ilegales que ofrecen rentabilidad sin seguridad, y mejora considerablemente las condiciones del ahorro, sin importar los montos que éste represente.

El modelo bursátil puede llegar a integrar el dinero de los pequeños ahorristas a la producción nacional y, por tanto constituirse como una fuente de riqueza que beneficie tanto a los hogares individuales como a las industrias, y consiguientemente a la economía general del país.

Por todo lo expuesto, y una vez que se verifiquen estos procesos bursátiles integradores de ahorro, producción y rentabilidad, progresivamente se irá creando una cultura bursátil sólida, que permitirá lanzar nuevos productos al mercado de valores en beneficio directo de la economía del país.

- **Ausencia de incentivos tributarios para dinamizar el mercado.**

Sin embargo, volvemos a la problemática planteada al principio de esta tesis, puesto que el mercado de valores del Ecuador se mantiene al margen de las innovaciones y tendencias mundiales por la carencia de incentivos sólidos y tangibles que permitan su propagación en la cultura nacional.

En este sentido, y luego de haber analizado detenidamente el marco legal e institucional del mercado de valores ecuatoriano y reseñas de los tratamientos practicados en otras jurisdicciones, cierro este gran capítulo descriptivo, para abrir paso a las propuestas que planteo para el desarrollo de este motor de la economía, centrado en los incentivos tributarios que, como veremos mas adelante, pueden resultar altamente atractivos para los actores que pretendemos incentivar para dinamizar este mercado.

CAPÍTULO II: PROPUESTAS PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES E INCENTIVOS TRIBUTARIOS.-

- **Las pequeñas y medianas empresas (PYMES):**

Siguiendo los lineamientos que hemos venido planteando, la propuesta de este trabajo está dirigida a las pequeñas y medianas empresas del sector privado del Ecuador, que responden a las siglas de “PYMES”, y a los potenciales pequeños inversionistas de la colectividad general.

Como hemos visto, el segmento empresarial de nuestro país está conformado mayoritariamente por empresas familiares relativamente pequeñas, de corte tradicionalista y carentes de experiencias innovadoras que generen beneficios.

Es por esto que se revela como urgente crear incentivos que atraigan a estas empresas al mercado de valores, del cual están alejadas más por temores y desinformación que por imposibilidades infranqueables.

En efecto, como hemos visto, las condiciones de transparencia y solvencia que son exigidas para la entrada a la Bolsa de Valores, son percibidas como barreras por los empresarios, que no tienen una cultura administrativa óptima, pero sí miden los contingentes que manejan, frente a posibles fiscalizaciones por parte de la Administración Tributaria, que cuestionarían su manejo impositivo y de utilidad, entre otros factores.

En virtud de lo anterior, bastaría con dimensionar los beneficios que presenta el mercado de valores para este sector de la economía, para despertar el interés de las PYMES del Ecuador por formar parte del mismo

En este sentido, presento a continuación el Modelo chileno de la Bolsa Emergente, que ha sido desarrollado justamente para promover la participación en el mercado de valores de las PYMES, que son el brazo principal de la producción nacional.

- **Modelo chileno de la “Bolsa Emergente” dedicado a las PYMES y su posible aplicación en la realidad nacional.**

Bajo estas premisas y frente a las restricciones que tenían muchas empresas emergentes de la economía chilena para acceder a un financiamiento ágil para nuevos proyectos de negocios, la Bolsa de Comercio de Santiago en interacción

con los sectores público y privado, lanzó un nuevo segmento bursátil denominado la BOLSA EMERGENTE en diciembre de 2001.

Esta iniciativa, como lo recapitula el señor Gonzalo Ugarte, Gerente de Planificación y Desarrollo de la Bolsa de Santiago, en una entrevista para el Diario “El Mercurio” de Chile publicada el 6 de marzo de 2006, estuvo centrada en “premiar” la capacidad y acierto de los actores del sector privado de ese país, de diseñar buenos productos, satisfacer necesidades de nuevos nichos de mercado y organizar una adecuada estructura humana de producción y gestión en sus empresas.³¹

El objetivo concreto que persigue este segmento es facilitar el financiamiento de las empresas en crecimiento, para lo cual plantea como ventaja para las nuevas sociedades que se listen en esta Bolsa Emergente, ofrecer a sus inversionistas la exención total del impuesto a las ganancias de capital por un periodo inicial de tres años que se mantendrían si la compañía sigue teniendo presencia bursátil.

Adicionalmente, como se manifiesta en el artículo La Bolsa Emergente, un incentivo a la apertura de nuevas empresas³², esta nueva Institución trae “*una serie de normas que modifican las disposiciones del registro y actuación de las emisores de valores en la bolsa, pero restringido a ciertas empresas que deben reunir ciertas características, conjunto de normas incluye algunas de orden tributario que establecen exenciones tributarias que cumplen la función de incentivar el uso del mecanismo.*” Y precisa que se trata de una “*excepción a la regla general en cuanto a los requisitos que se les piden a quienes quieren participar en este emergente mercado de capitales, para poder incorporarse a él.*”

³¹ Extracto de la entrevista recogido en la página web www.chileemprende.cl

³² Disponible en la página web www.u-cursos.cl/derecho/2004/2/D127D0765/5/material_docente/objeto/52447 -

El Mercado de Empresas Emergentes se caracteriza por ser un mercado flexible y abierto, que constituye una alternativa atractiva para sociedades que presentan un alto potencial de crecimiento y atractivos proyectos de expansión. Particularmente, este segmento bursátil está orientado a empresas con las siguientes características, de acuerdo a lo dispuesto en la Norma de Carácter General 118 de la Superintendencia de Valores y Seguros de Santiago:

- Empresas nuevas o constituidas hace pocos años, y que buscan financiamiento para un plan de negocios innovador;
- Empresas que participan en sectores que deben desarrollar alta tecnología.
- Empresas de rápida expansión o con proyectos con fuerte potencial de crecimiento, para cuyo financiamiento requieren necesariamente de un aumento de capital.

El Dr. Francisco Silva Valdivieso, en su exposición La Financiación de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) y los Mercados Financieros³³, en la cumbre de Santa Cruz de la Sierra de octubre de 2002, resume las características del segmento de Bolsa para Empresas Emergentes, donde se resalta:

- La exigencia legal de mantener el control de la compañía para los gestores de la empresa durante al menos 6 meses.
- La obligación de que la compañía presente un “*sponsor*” y un “*market maker*” autorizados por la Bolsa.

³³ SILVA VALDIVIESO Francisco, exposición “La financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYMES) y los mercados financieros”, políticas para el desarrollo del capital de riesgo en Chile, Santa Cruz de la Sierra, 23 de octubre de 2002. Texto disponible en el link www.iimv.org/actividades/Ponencia_FSilva.ppt

- La obligación de hacer un “*roadshow*” una vez al año, el cual está abierto a todo el mercado bursátil, y
- La eliminación del Impuesto a las Ganancias de Capital para sus partícipes.

El proceso que deben seguir las empresas que verifiquen las características anotadas para listarse en la Bolsa Emergente es el siguiente, como lo resume Pablo Zutta Gaete, Associate - Corporate and Investment Banking del Banco Santander Santiago³⁴:

1. Contratar a un asesor para que actúe como su "Sponsor", organismo acreditado por la Superintendencia de Valores y Seguros, encargado de asesorar a la firma en los procedimientos y promoción necesarios para esta operación.
2. Inscribirse en los registros de la Superintendencia de Valores y Seguros e inscribir las acciones que colocará en la bolsa (emisión).
3. Presentación de un prospecto que describa la empresa, sus actividades, mercado, accionistas, proporcione antecedentes financieros y señale posibles factores de riesgo de invertir en la empresa, entre otros. Este documento constituye la fuente oficial de información pública para los inversionistas.
4. Los asesores, en conjunto con la empresa, preparan un modelo de valoración que arrojará un valor referencial para la posterior fijación del precio de colocación.

³⁴Información tomada de la página web de la Bolsa de Comercio de Santiago, disponible en el link chileemprende.cl/

5. En la etapa final del proceso, se realiza un "road show" en el que la alta gerencia de la empresa se reúne con los principales inversionistas institucionales para presentar la empresa e informarles de las fechas del proceso.
6. Finalmente se abre el período de recepción de órdenes, que debe durar por lo menos dos días, al final del cual se decide el precio de colocación y la asignación a los inversionistas finales.

Cabe indicar que la norma que regula este mercado ha previsto las limitaciones legales necesarias para evitar que las empresas se inscriban en el "Mercado para Empresas Emergentes", únicamente para dejar a sus acciones exentas del impuesto a la ganancia de capital.

Dentro de este segmento del mercado de capitales de Chile intervienen -como ya lo hemos indicado- las figuras de "sponsor" y "market maker", y de la realización de "road shows" obligatorios, cuyas definiciones exponemos a continuación de acuerdo a lo expresado en el "Manual de Mercado para empresas emergentes"³⁵. Veamos:

- **SPONSOR:** Entidades especializadas en el desarrollo de procesos de apertura de sociedades en Bolsa, tales como Corredores de Bolsa, Bancos y sus filiales, y cualquier persona natural y jurídica que se especialice en actividades de consultoría y asesoría financiera.

El Sponsor es la entidad que apoya a la empresa en su relación con el mercado de valores, la orienta en la elaboración de los informes necesarios para su inscripción en el Registro de la Superintendencia y de la Bolsa. Adicionalmente, al

³⁵ "Manual de Mercado para empresas emergentes" aprobado mediante Resolución No. 275 de 09 de septiembre de 2003, disponible en la página web oficial www.bolsadesantiago.com

Sponsor le corresponde la realización de las diligencias necesarias para preparar el prospecto de emisión, atraer inversionistas y organizar eventos informativos periódicos antes y después de la apertura de la empresa en bolsa, entre otras materias.

- **MARKET MAKER:** Al igual que en el caso el Sponsor, la empresa debe contar con al menos un “Market Maker” al momento de ser aprobado su ingreso en bolsa, el cual debe ser Corredor de Bolsa a quien le corresponderá velar por la liquidez de los títulos de la empresa con la cuál haya firmado contrato, una vez que ésta comience a cotizar sus títulos en el Mercado de Empresas Emergentes. Esta tarea la llevará a cabo principalmente mediante el ingreso de ofertas de compra y venta dentro del horario de negociación, propiciando generar liquidez y continuidad en las transacciones del instrumento en que participa.

- **ROAD SHOW:** Es el nombre que se le otorga a la exhibición oficial de las emisiones de la Bolsa Emergente para fomentar la difusión de estas empresas entre potenciales inversionistas, con libre asistencia de los participantes del mercado bursátil, en donde se informa de una manera didáctica los proyectos disponibles para inversión, con los resultados operacionales de los emisores, la evolución de sus negocios y el desempeño de dichas empresas en Bolsa.

Este evento es organizado por la Bolsa de Valores y está dirigido especialmente para los nuevos grupos de inversionistas que se formen, y para el público en general, con el fin de que tengan acceso fácil y directo a los productos que han sido aprobados dentro del esquema de la Bolsa Emergente, de esta manera se busca que confluyan la oferta y la demanda para propiciar el éxito de las emisiones.

En resumen, para participar en el mercado abierto de la Bolsa Emergente es indispensable contar con una entidad que apoye a la empresa en su relación con el mercado (Sponsor), y una encargada de garantizar la liquidez de las acciones y la continuidad en las transacciones (market maker), que difunden abiertamente los nuevos proyectos en eventos públicos y reconocidos que aseguran que confluya la oferta y la demanda libremente (road show).

Como vemos, la información requerida para entrar a la Bolsa Emergente no es mínima, ya que se debe acreditar la fiabilidad del mercado de valores en la empresa que se quiere incorporar a este registro, pero sí presenta ventajas para los empresarios puesto, que dicha información es solicitada de forma más simple y entendible, con una estructura más lógica que la exigida para el mercado de valores general.

Además, prevé el apoyo de asesores técnicos para elaborar la información periódica que deberán poner al alcance de los inversionistas, y la CORFO (Corporación de Fomento del Estado chileno) que apoya a las empresas chilenas para que estén en condiciones de competir en los mercados actuales, ha desarrollado el “Programa de apoyo a la apertura en bolsa para empresas emergentes”, el cual se encarga de prestar asesoría técnica para efectuar el diagnóstico de las empresas que deseen calificar para su registro, e incluye la elaboración de un estudio para la apertura a la bolsa, donde se examina la empresa con el fin de determinar las condiciones suficientes, tanto financieras como legales, para que ingrese al mercado.

Finalmente, la CORFO subvenciona la contratación de la asesoría que permite la inscripción en este registro, y de esta forma reduce los costos para el listamiento de las empresas.

INCENTIVOS TRIBUTARIOS PLANTEADOS Y CRÍTICAS.

La Ley de Renta de Chile en su Art. 17 establece:

Aplicación a la inversión en acciones nacionales.- Exime de impuesto a la renta al mayor valor obtenido en la enajenación de acciones emitidas por sociedades anónimas abiertas con presencia bursátil,
cuando la enajenación es efectuada en una bolsa de valores autorizada, o en un proceso de oferta pública de adquisición de acciones, o en la colocación de acciones de primera emisión con motivo de la constitución de la sociedad o de un aumento de capital posterior, o con ocasión del canje de bonos convertibles en acciones. (Resaltado fuera de texto).

De lo anterior, se deben resaltar los dos objetivos centrales planteados por esta Bolsa, como lo explica Álvaro Clarke, ex superintendente de Valores y Seguros de Santiago³⁶:

- Uno de ellos era ser un portal para facilitar la entrada de empresas a la bolsa, dándoles incentivos tributarios, lo que, según manifiesta, ha tenido un buen resultado con la aplicación de la norma citada; y
- La idea de atraer a empresas no tan consolidadas para desarrollarse mejor, el mismo que aun debe ser trabajado.

En este sentido, John C. Edmunds³⁷, considera que la Bolsa Emergente es una medida para acelerar el movimiento de capital y mejorar la liquidez, y recomienda

³⁶ Según lo manifestado en una entrevista publicada en el Diario "El Mercurio" de Chile en su edición de 27 de septiembre de 2006, disponible en el link www.economiaynegocios.cl/mis_finanzas/detalles/detalle_emp.asp?id=117

³⁷ EDMUNDS John C., "Capital de riesgo: experiencia comparada EEUU y Chile", 2003, disponible en la página web www.faculty.babson.edu/edmunds/Powerpoints/Vc_charlaFINAL.ppt

que los títulos que se ofrezcan aquí sean bonos convertibles para que los compradores tengan más ánimo de invertir.

Adicionalmente sugiere como variante al modelo establecido en Chile, que se permita que los inversores que compren títulos en la Bolsa Emergente resten sus pérdidas –de ser éste el caso- a su ingreso ordinario, siempre que conserven los títulos por lo menos durante tres años para acceder a este tratamiento fiscal favorable a las pérdidas.

De esta manera asegura que además de los efectos sobre los inversionistas, las empresas que emitirían títulos, y el fisco, este modelo configuraría más sólidamente el incremento del valor de las empresas, y se atraería inversión extranjera de portafolio.

- **Aplicación a la realidad nacional y modificaciones:**

Luego de expuesto este innovador segmento bursátil chileno, y en base a sus características esenciales, vamos a elaborar la propuesta planteada como eje de este trabajo para el desarrollo de nuestro mercado de valores:

Lo más rescatable del proyecto descrito, a mi forma de ver, es la simplificación del proceso de ingreso a la Bolsa de Valores, y el apoyo para la consecución de las emisiones.

En efecto, es muy posible que las pequeñas y medianas empresas ecuatorianas no estén en condiciones de cumplir con los requisitos para participar del mercado bursátil de acuerdo a las normas vigentes; pero sí potenciamos en real medida los beneficios micro y macro económicos que representa la interacción del mercado de valores, el abrir una puerta menos estricta para la cotización en Bolsa puede ser el comienzo de la masificación de este modelo de financiamiento.

Recogiendo las opiniones de los expertos chilenos, la Bolsa Emergente debe ser entendida como un **método de Financiamiento de la Empresa**, que presenta enormes ventajas al facilitar el acceso de empresas con alto potencial de crecimiento y, por consiguiente, expectativas de altas utilidades, al mercado de capitales abierto al público en general para la obtención de los recursos necesarios para desarrollar sus ideas.”

En tal sentido, el potenciar las ventajas del mercado de valores a las PYMES para que desarrollen sus actividades sin tener que recurrir a las Instituciones del Sistema Financiero, va a crear grandes expectativas en el sector privado, y en la ciudadanía en general, que encontrará una nueva alternativa para destinar sus ahorros con interesantes ganancias.

Por ejemplo, en Chile tuvieron gran éxito los listamientos de las compañías “La Polar” y “CorpBanca” en esta categoría, aún sin contar con todos los requisitos preestablecidos en el modelo, pero que gracias al apoyo de los técnicos que forman parte del sistema fueron sobrellevados.³⁸

En nuestro país, el desarrollo del mercado de valores debería centrarse en los siguientes ejes principales:

- Elaboración de un proceso simplificado para el ingreso a la Bolsa de Valores y de un sistema de apoyo técnico especializado y subvencionado, con énfasis en los beneficios para el financiamiento de las empresas;
- Elaboración de un plan de incentivos tributarios notables, que concite el interés de las PYMES y de los potenciales inversionistas, y;

³⁸ Información recogida de la página web oficial de la Bolsa de Valores de Santiago www.bolsadesantiago.com

- Lanzamiento de un plan de difusión masivo, dirigido a las PYMES y al público en general que ponga en evidencia las ventajas del sistema.

Para ésto se debería iniciar con varios proyectos pilotos, cuyo desenvolvimiento se siga de cerca y su éxito sea manejado como ejemplos impactantes de las ventajas que se pretenden difundir a toda la clase empresarial y a los ciudadanos comunes, transformados en importantes inversionistas.

Es relevante el hecho de incluir en el mercado de valores a empresas pequeñas y medianas, nuevas y en proceso de crecimiento, para potenciar su desarrollo de la mano de los propios consumidores, y abrir la cultura empresarial de nuestro país a los beneficios de la transparencia y eficiencia, que tendría un impacto positivo directo sobre el manejo tributario general.

Las consecuencias de estas medidas que incentiven masivamente el ingreso del mercado de valores favorecerían la competencia y competitividad de estas empresas al fortalecer el sistema de economía de mercado regulado por la libre oferta y libre demanda, y así se potenciaría la imagen corporativa y subiría la reputación y el valor de estas compañías.

- **Incentivos tributarios planteados:**

- Para las empresas:

De acuerdo a lo visto en los párrafos anteriores, considero que los beneficios tributarios deberían estar orientados a constituirse en los pilares esenciales del modelo planteado, puesto que si las empresas tienen la perspectiva de pagar considerablemente menos impuestos, van a estar más interesadas en modificar sus estructuras para beneficiarse de dichos incentivos. Veamos:

- Para empezar, es necesario imitar al sistema chileno, desgravando TOTALMENTE a la renta generada por la enajenación de acciones o emisión de obligaciones de empresas ecuatorianas transadas en las Bolsas de Quito o Guayaquil, sin importar la periodicidad de tales transacciones.

Debemos tener en cuenta que lo que estamos propiciando es una cultura bursátil generalizada, que implica que cualquier ciudadano común se convierta en inversionista y compre y venda estos títulos valores las veces que considere necesarias para su rentabilidad.

- Por otro lado, se debería ampliar los presupuestos legales de la reinversión de utilidades, para obtener la reducción del 10% de la tarifa de impuesto a la renta, en el caso de que dichas utilidades sean destinadas a procesos de titularización, emisión de acciones u obligaciones o cualquier transacción bursátil.

- **Para los inversionistas:**

Frente a las personas naturales que ingresen al mercado de valores en calidad de inversionistas, se debería igualmente establecer incentivos tributarios que justifiquen su participación, desgravando todas las ganancias que se obtengan por intermedio de las Bolsas de Valores, reduciendo considerablemente las tarifas impositivas de su base imponible, y permitiendo que se deduzcan las pérdidas ocasionales.

Sin embargo, para el segmento más grande de la sociedad civil, cuyos ingresos tributan directamente en la fuente generalmente bajo relación de dependencia, o que simplemente no superan la base imponible desgravada cada año, seguramente un incentivo tributario no va a representar mayor expectativa.

Por tanto, lo importante con respecto a éstos es dimensionar los beneficios de su participación, aunque sea en pequeñas proporciones en el mercado de valores, y difundir masivamente las opciones para su ingreso, propiciando la unión de potenciales inversionistas menores para que sean una fuerza más importante, como lo veremos a continuación:

- **Inversionistas menores y fomento al ahorro.**

Como lo expusimos en capítulos anteriores, se debe concientizar al público de los peligros de confiar sus ahorros a propuestas carentes de seguridad en todo sentido, y de los beneficios comparativos entre las tasas de interés que ofrecen los Bancos, Mutualistas, Cooperativas y demás Instituciones del Sistema Financiero, ante las que pueden ofrecer las empresas cotizadas en las Bolsas de Valores.

Para esto basta con educar a la ciudadanía a través de programas masivos e impactantes. Sin desconocer los esfuerzos de las Bolsas de Valores (sobre todo de la de Quito), las iniciativas que han llevado a cabo son muy débiles y carentes del verdadero impacto positivo que se requiere para modificar las estructuras establecidas.

- **Los empleados de las empresas que ingresen al mercado.**

Como alternativas, se podrían iniciar estas capacitaciones con los empleados de las mismas empresas que se escojan como “pilotos” para instaurar el nuevo sistema. Así se lograría un doble beneficio al integrar en el mismo proceso de emisión a los dos principales factores de producción de dichas empresas: el capital, que se compromete a través de la decisión de los accionistas y directivos; y el trabajo que se involucra a través de la inversión de los empleados unidos.

Hay que recalcar que nuestra propuesta no contempla los peligros de que estos empleados unidos tomen el control de las empresas bajo ningún punto de vista, puesto que se centra en beneficios tributarios que obtendría la empresa emisora por abrir su capital, manteniendo a administradores y accionistas principales durante por lo menos dos años para garantizar la continuidad y eficiencia de la operación.

- **Caso mujeres de Sao Paulo.**

En el 2004, la Bolsa de Sao Paulo (Bovespa) desarrolló un programa llamado “Mujeres en Acción”, para aproximarlas al mercado de valores. Esto, según explicaba Raymundo Magliano, presidente de dicha entidad, “porque las mujeres como madres transmiten a sus hijos la cultura de un mercado de valores”.

Partiendo del hecho que “las amas de casa son las que mejor concepción tienen del ahorro”, la idea era capacitar a las mujeres sobre las oportunidades y la estructura del mercado bursátil, enseñarles los beneficios de invertir en bolsa y cómo hacerlo.³⁹

En el 2006, la Bolsa de Valores de Quito anunció que implementaría esta innovadora forma de fomentar la cultura bursátil, pero no se ha registrado ningún seguimiento de este proyecto, que consideramos muy interesante, y por tanto su aplicación real en el Ecuador es una iniciativa importante que promuevo con este trabajo de titulación.

- **Migrantes.**

Finalmente, frente a la realidad nacional de la migración, se debería considerar un mecanismo que acerque las remesas de los migrantes al mercado de valores.

³⁹ Información disponible en la página web oficial www.bovespa.com.br.

Se podría organizar clubes de “migrantes-inversionistas”, para aglutinar recursos de una mayor cantidad de personas para formar fondos comunes e invertir en mejores condiciones; con una apertura a los planes de retorno que impulsa el actual Gobierno. De esta manera, los migrantes podrían destinar sus ahorros a una inversión a más largo plazo y con mayores beneficios, estructurándola de acuerdo al tiempo en el que pretendan regresar.

En resumen, estos grupos de inversionistas que aglutinan a los ciudadanos comunes y pueden presentar la mayor cantidad de innovaciones posibles (vecinos de un Barrio, habitantes de una comunidad, amigos, comités de padres de familia, parientes, etc.) serían el motor del sistema bursátil de nuestro país, ya que estarían llamados a participar masivamente en los “road show” obligatorios previos al lanzamiento de nuevas emisiones; y si vemos desde una perspectiva optimista y de largo plazo, impulsarían el real desarrollo económico del Ecuador.

Sin embargo, para lograr un objetivo tan idealista, debemos empezar impulsando las reformas legales necesarias para abrir paso a este ambicioso proyecto.

CAPÍTULO III: REFORMAS LEGALES

En efecto, para implementar las modificaciones estructurales planteadas para el desarrollo del mercado de valores, es indispensable propiciar las reformas legales que lo permitan.

Sin embargo, y tomando en cuenta nuestra propuesta de la necesidad de desregularizar este mercado para propiciar su agilidad, vamos a analizar únicamente las normas esenciales que deberían ser reformadas para instaurar un modelo de incentivos tributarios para el desarrollo del mercado de valores, y

dentro de esta perspectiva, la inclusión de un programa intensivo de apertura masiva del mercado de valores a las pequeñas y medianas empresas y a la sociedad civil. Veamos:

1. Exenciones tributarias, su tratamiento legal y referencias doctrinarias.

Primero debemos indicar que por expreso mandato constitucional solamente se puede establecer exoneraciones tributarias mediante Ley aprobada por la Función Legislativa, actualmente a cargo de la Asamblea Nacional. En tal sentido, para ejecutar nuestra propuesta deberíamos obtener la iniciativa de la Función Ejecutiva para reformar la Ley de Régimen Tributario Interno y su Reglamento de Aplicación, y la aprobación del pleno del órgano legislativo.

Art. 301 Constitución del Ecuador 2008.-

Sólo por iniciativa de la Función Ejecutiva y mediante ley sancionada por la Asamblea Nacional se podrá establecer, modificar, exonerar o extinguir impuestos.

Sólo por acto normativo de órgano competente se podrán establecer, modificar, exonerar y extinguir tasas y contribuciones. Las tasas y contribuciones especiales se crearán y regularán de acuerdo con la ley. (Resaltado fuera de texto).

En concordancia con lo anterior, el Art. 3 del Código Tributario ecuatoriano establece que “*Sólo por acto legislativo de órgano competente se podrán establecer, modificar o extinguir tributos. No se dictarán leyes tributarias con efecto retroactivo en perjuicio de los contribuyentes (...)*”

A esta potestad del Estado de crear, modificar o extinguir tributos se la conoce como Poder Tributario, el mismo que es tratado Carlos Giuliani Fonrouge como “*un Poder reglado que está limitado por principios jurídicos que en los Estados*

*modernos se incorporan a las Constituciones (como el caso del Ecuador). Estos principios protegen los derechos individuales y establecen los límites de la potestad tributaria”.*⁴⁰

Bajo otra perspectiva, el Poder Tributario es la facultad jurídica del Estado de exigir contribuciones o conceder exenciones con respecto a personas o bienes que se hallan en su jurisdicción, en tal sentido, el Poder Tributario está fundamentado en la soberanía.

El Poder Tributario es inherente al Estado, es permanente, irrenunciable e indelegable, y por su gran importancia en la ciencia de la tributación ha sido ampliamente estudiado por la doctrina. En tal sentido para sustentar la procedencia y mecanismos de la exoneración tributaria, vamos a interesarnos en las posiciones doctrinarias que se han dictado al respecto, veamos:

El Doctor Carlos Giuliani Fonrouge en su obra “Derecho Financiero”, bajo el Título “Doctrina de la Tributación”⁴¹, dedica especial interés al análisis de las exoneraciones impositivas, partiendo de la definición del Poder de Eximir, que sería la consecuencia inevitable del Poder de Gravar, puesto que la exención constituye una de las múltiples modalidades en que un hecho imponible puede llevarse a cabo.

Al respecto, asegura que la problemática radica en los aspectos colaterales del ejercicio de esta facultad de eximir, es decir “cuál es la autoridad que puede disponerla, en qué medida y en qué condiciones.”

Existen dos teorías para tratar este tema:

⁴⁰ FONROUGE Carlos M. Giuliani, “Derecho Financiero” Volumen I, Edición De Palma 1997, páginas 325 a 348.

⁴¹ Idem páginas 348 a 350,

1. La doctrina brasileña que considera que se deben estudiar desde el mismo ángulo a las limitaciones constitucionales que conlleva el poder tributario y el poder de eximir ya que ambas no son más que “el anverso y reverso de la misma medalla”⁴²; y,
2. La doctrina española que afirma que dado que existe una única norma que define el hecho imponible y las distintas modalidades en que este puede llevarse a cabo, el hecho exento es parte integrante del mismo, y “la exención es considerada como una manifestación del deber de contribuir, como una forma de ser del tributo, una modalidad de la imposición”⁴³

El Doctor Fonrouge comparte la última, y explica que el mismo Gobierno que tiene la potestad de aplicar gravámenes tiene correlativamente la de dispensar su pago y, en tal sentido, dado que los tributos sólo pueden ser creados por Ley (principio de Legalidad o Reserva de Ley), sólo un Acto de la misma naturaleza puede dispensar su pago y, dentro de las leyes de exención, Fonrouge distingue la siguiente clasificación⁴⁴:

- **Permanentes o transitorias:** cuando el beneficio tributario que otorgan está limitado temporalmente;
- **Condicionales o absolutas:** cuando se hallan subordinadas a circunstancias o hechos determinados, o no lo están;
- **Totales o parciales:** según comprendan todos los impuestos o solamente uno o alguno de ellos;

⁴² Tomado de la “Teoría jurídica de la exención tributaria” de la obra “Hacienda y Derecho”, tomo III, del tratadista brasileño Sainz de Bujanda.

⁴³ Tomado de “Exenciones Tributarias y derechos adquiridos”, del tratadista español Lozano Serrano.

⁴⁴ FONROUGE Carlos M. Giuliani, “Derecho Financiero” Volumen I, página 358.

- **Subjetivas u objetivas:** si son establecidas en función de determinadas personas físicas o jurídicas, o teniendo en cuenta ciertos hechos o Actos que el Legislador estima dignos de beneficio.

Siguiendo este lineamiento, el tratadista Ramon Valdéz Costa, al tratar acerca de las exenciones tributarias, en su obra Instituciones del Derecho Tributario manifiesta que *“una exención se presenta en los casos en que la ley, mediante una disposición de derecho singular, declara no obligada al pago del impuesto a una persona o categoría de personas, que conforme a las disposiciones más generales de la propia ley, quedarían comprendidas entre los sujetos pasivos”*.⁴⁵

De la misma forma, la Segunda Sala de la Corte Suprema de Justicia de México, ha emitido la Jurisprudencia 70/2006 bajo el nombre de “Justificación de las exenciones tributarias”, en la que se considera que *“si la creación de tributos, así como sus elementos fundamentales son atribuciones exclusivas del legislador, también lo es la de establecer exenciones impositivas, que guardan una conexión inseparable con los elementos tributarios de legalidad y equidad, sin que valga en contra de tales disposiciones constitucionales, ningún precepto legal.”*⁴⁶

En México, -al igual que en nuestro país y en la generalidad de legislaciones- la ley es la única fuente de la obligación tributaria y, por tanto su contraparte, es decir la exención, constituye una figura jurídico-tributaria que bajo ciertas condiciones de excepción, necesariamente determinadas en ley, excluye de la regla general a los sujetos pasivos del pago de tributos, y cumpliendo con la expresa prohibición de privilegiar a determinadas personas o grupo de ellas, “la exención se justifica por el equilibrio de factores económicos.”

⁴⁵ VALDEZ COSTA Ramón, Instituciones de Derecho Tributario, Ediciones De palma 1996, pg. 381.

⁴⁶ Jurisprudencia recogida por la Lic. Árida Gándara Morales en su Artículo “Justificación de las exenciones tributarias” de la Revista Nuevo Consultorio Fiscal, No. 419, páginas 50 y siguientes.

Como hemos visto en este título, las exenciones tributarias tienen que originarse expresamente en leyes dictadas por las autoridades competentes de cada país. Sin embargo el Poder Tributario del que goza el Estado para dictar leyes eximentes está limitado por los principios jurídicos de la tributación, como lo establece expresamente el Código Tributario ecuatoriano en los Artículos que transcribo a continuación:

Art. 5.- Principios tributarios.-

El régimen tributario se regirá por los principios de legalidad, generalidad, igualdad, proporcionalidad e irretroactividad. (Resaltado fuera de texto).

Art. 32.- Previsión en ley.-

Sólo mediante disposición expresa de ley, se podrá establecer exenciones tributarias. En ellas se especificarán los requisitos para su reconocimiento o concesión a los beneficiarios, los tributos que comprenda, si es total o parcial, permanente o temporal. (Resaltado fuera de texto).

En virtud de lo anterior, vamos a interesarnos a continuación en el manejo de las limitaciones del Poder Tributario para la expedición de las exenciones tributarias que proponemos para fomentar el desarrollo del mercado de valores de nuestro país:

2. Análisis de las limitaciones del Poder Tributario.

- **LEGALIDAD:** También conocido como “reserva de Ley”, se resume en la obligatoriedad de que todo tributo o exención tenga origen en la Ley, como lo vimos previamente.
- **IGUALDAD ANTE EL IMPUESTO:** Este concepto nació de la Revolución Francesa por oposición al régimen de privilegios de la época precedente y, obviamente, su objetivo como principio básico del Derecho Tributario es la eliminación de cualquier posibilidad de discriminación entre contribuyentes.

Esta igualdad supone la necesidad de asegurar idéntico tratamiento tributario a quienes tengan idéntica situación económica, tomando en cuenta la capacidad contributiva de cada contribuyente. Sin embargo, la concepción actual de este principio no se refiere a la igualdad numérica (que daría lugar a mayores injusticias) y permite, como lo expresa Fonrouge⁴⁷ *“la formación de distingos o categorías siempre que éstas sean razonables, con exclusión de toda discriminación arbitraria, injusta u hostil contra determinadas personas.”*

En cuanto a la relación de este principio con finalidades extrafiscales es aplicable la concepción que promueve Valdéz Costa al tratar acerca de la “igualdad ante la Ley”. Este tratadista asegura que la imposición debe ser utilizada como instrumento para lograr la igualdad de los ciudadanos, con finalidad de justicia social por la vía de redistribución de riquezas; y, por tanto, la imposición debe cumplir con “finalidades económicas, por ejemplo incentivar ciertas actividades o inversiones mediante exenciones (como sería el caso del mercado de valores que defiende en esta tesis) o desalentar otras mediante sobreimposiciones, es decir estimular un mejor aprovechamiento de los factores económicos”.⁴⁸

Finalmente, cabe mencionar el pronunciamiento dictado a este respecto en las VIII Jornadas de Derecho Tributario Latinoamericanas, en donde se concluye que si bien *“los regímenes de incentivos tributarios a veces contrarían el principio de igualdad concebido como principio de capacidad contributiva; en tales casos debe admitirse su armonización con otros valores de interés público consagrados expresa o tácitamente en la Constitución.”*⁴⁹

En tal sentido, la Jurisprudencia admite las discriminaciones dispuestas por la legislación siempre que busquen un “desarrollo económico con justicia tributaria”,

⁴⁷ FONROUGE Carlos M. Giuliani, “Derecho Financiero” Volumen I, páginas 367 a 371.

⁴⁸ Ramon Valdez Costa, Instituciones del Derecho Tributario, Ediciones De Palma 1996, pagina 386.

⁴⁹ Información tomada de la página web oficial del Instituto Latinoamericano de Derecho Tributario www.iladt.org

que es justamente lo que promovemos con la propuesta de inclusión de beneficios tributarios enfocados a generar el desarrollo del mercado de valores del país.

- **GENERALIDAD EN LA TRIBUTACIÓN:** Este principio radica en la obligación de que los tributos sean aplicados abarcando integralmente a todas las categorías de personas o de bienes previstas en la ley y no a una parte de éstos, ya que es obligación de todos los ciudadanos sin distinción alguna, mantener al Estado con sus contribuciones.⁵⁰

Frente a la problemática que plantean las exenciones tributarias a este principio, el tratadista Flores Zavala asevera que “el beneficio de la dispensa de impuestos constituye excepción al principio de generalidad, pero tiene validez constitucional por otorgarse por circunstancias de orden económico o social, razonablemente apreciadas por el Poder Legislativo y con el propósito de lograr una efectiva justicia social o de fomentar ciertas actividades convenientes para la comunidad.”⁵¹

Con relación a lo anterior existe un debate acerca de la justicia o injusticia de la exención tributaria con fines extra fiscales, ya que es indudable que implica limitaciones a los principios de generalidad e igualdad en la tributación que analizamos en los párrafos precedentes.

Fonrouge retoma el criterio de la Corte Suprema de Justicia Argentina, -que compartimos para efecto de este trabajo-, que establece como principio general que “*la facultad de otorgar exenciones tributarias no es omnímoda pues debe asentarse en razones ajenas al mero discrecionalismo de las autoridades y practicarse con la debida competencia.*”⁵²

⁵⁰ Tomado de las anotaciones de la clase de Derecho Tributario I dictadas por el Dr. Pablo Egas, UDLA 2005.

⁵¹ FLORES ZAVALA Ernesto, “Elementos de Finanzas Públicas mexicanas” Ediciones Porrúa, 1983, pg. 117.

⁵² FONROUGE Carlos M. Giuliani, “Derecho Financiero” Volumen I, página 355.

En este punto, y en concordancia con las posturas doctrinarias que hemos mencionado, volvemos al ordenamiento jurídico ecuatoriano que prevé expresamente la posibilidad de fomentar el uso extrafiscal de los impuestos para estimular el desarrollo nacional:

Art. 6 Código Tributario.- Fines de los tributos.- Los tributos, además de ser medios para recaudar ingresos públicos, servirán como instrumento de política económica general, estimulando la inversión, la reinversión, el ahorro y su destino hacia los fines productivos y de desarrollo nacional; atenderán a las exigencias de estabilidad y progreso sociales y procurarán una mejor distribución de la renta nacional. (Resaltado fuera de texto).

De esta norma podemos concluir que el manejo tributario como instrumento de la política económica general no solamente puede, sino que debe propiciar el desarrollo de las actividades productivas del Ecuador a través del redireccionamiento de la inversión y del ahorro, y esto es justamente lo que planteo con el triple beneficio de los incentivos tributarios que permitan el desarrollo del mercado de valores.

De acuerdo a lo revisado a lo largo de este trabajo, dichos incentivos tributarios verificarían todos los presupuestos establecidos para no contrariar los principios básicos del Derecho Tributario, como resumo a continuación:

- Cumplen con la finalidad de incentivar una actividad rentable subdesarrollada y estimulan un mejor aprovechamiento de los factores económicos; y,
- Los beneficios planteados estarían disponibles para todos los contribuyentes sin distinción, siempre que éstos decidan adaptarse a las condiciones que se detallan más adelante.

En tal virtud, una vez que hemos analizado profundamente los pormenores legales y doctrinarios que se deben tomar en cuenta para promover la expedición de las normas necesarias para crear los estímulos tributarios que planteamos como problemática de ésta tesis, podemos dar paso a las propuestas concretas de reformas legales.

3. REFORMAS LEGALES:

Para empezar, vamos a ver las normas que establece nuestro Código Tributario acerca de la expedición de leyes tributarias y exenciones, las mismas que tendrán que verificarse en los textos de reformas que proponemos en el siguiente título:

Art. 4.- Reserva de ley.- Las leyes tributarias determinarán el objeto imponible, los sujetos activo y pasivo, la cuantía del tributo o la forma de establecerla, las exenciones y deducciones; los reclamos, recursos y demás materias reservadas a la ley que deban concederse conforme a este Código. (Resaltado fuera de texto)

Art. 31.- Concepto.- Exención o exoneración tributaria es la exclusión o la dispensa legal de la obligación tributaria, establecida por razones de orden público, económico o social. (Resaltado fuera de texto)

Art. 32.- Previsión en ley.- Sólo mediante disposición expresa de ley, se podrá establecer exenciones tributarias. En ellas se especificarán los requisitos para su reconocimiento o concesión a los beneficiarios, los tributos que comprenda, si es total o parcial, permanente o temporal. (Resaltado fuera de texto)

- **Creación de un nuevo segmento de la Bolsa de Valores, de soporte técnico y legal para las empresas en desarrollo que ingresen al mercado bursátil.**

Cumpliendo con lo que establece el Art. 4 arriba citado, para determinar las exenciones tributarias que planteamos, primero debemos definir el marco general en el que se llevarían a cabo, sobre todo, los presupuestos de hecho y de derecho a cumplir y los sujetos activos que se beneficiarían de tales incentivos:

Reiterando lo que hemos sostenido a lo largo de este trabajo, vamos a enfocarnos en la apertura de la Bolsa de Valores a pequeñas y medianas empresas en desarrollo, que decidan adoptar un manejo transparente de su contabilidad para financiarse a bajos costos a través de la canalización del ahorro de la sociedad en general.

Para esto, con el fin de combatir las dificultades estructurales que contiene el modelo actual para el ingreso a la Bolsa de Valores y siguiendo los lineamientos principales del modelo chileno, que expusimos ampliamente, propongo crear un nuevo segmento bursátil que nacería por la iniciativa del Consejo Nacional de Valores, y se configuraría a través de normas autoregulatorias del mismo CNV, de las Bolsas y de las Intendencias, con la aprobación y supervisión de la Superintendencia de Compañías.

Dicho segmento estaría amparado en todas las normas vigentes del mercado de valores, con la ventaja de incorporar un sistema de incentivos tributarios y exenciones dirigidas únicamente a sus partícipes, y su función esencial sería preparar a las empresas ecuatorianas para alcanzar los requisitos establecidos para convertirse en emisoras, de acuerdo al siguiente procedimiento:

- Lanzar un programa de difusión masiva a todo nivel mediático, y una campaña de educación intensiva acerca del funcionamiento y beneficios del mercado de valores, promocionando el nuevo segmento abierto a empresas en crecimiento y fomentando la inversión de los ciudadanos comunes.
- Conformar un nuevo Departamento de Asesoría Bursátil especializada para preparar a los potenciales inversionistas dentro de las Bolsas de Valores con profesionales expertos en Derecho, análisis económico y evaluación de riesgos que estarían al servicio de las empresas interesadas en integrarlo.
- Una vez que la empresa presente su proyecto de producción, trabajaría conjuntamente con dichos asesores en el diseño de la propuesta de emisión y en la corrección de los manejos internos para implementar progresivamente los planteamientos esenciales del Buen Gobierno Corporativo.
- Paralelamente, este segmento de la Bolsa propiciaría la creación de grupos de inversionistas dentro de la sociedad civil, quienes conformarían la demanda de los valores derivados del trabajo de este programa.
- Finalmente, cuando la empresa haya superado los pasos que se establecieren para asegurar la seriedad de la oferta y su rentabilidad bajo la estricta tutela de este segmento bursátil, se convocaría a los grupos de inversionistas para que destinen sus ahorros a estos valores, y se canalizaría así los recursos de la comunidad al desarrollo de la producción nacional.

En virtud de lo anterior, el sistema de beneficios tributarios que comportaría esta propuesta sólo sería aplicable para las empresas que logren emisiones exitosas

dentro de este planteamiento, y para las personas naturales o sociedades que inviertan en tales emisiones.

En este primer punto hemos definido a los sujetos pasivos y a los presupuestos de hecho y de derecho que enmarcan la propuesta de incentivos tributarios para el desarrollo del mercado del mercado de valores; en el siguiente punto desarrollaremos a fondo las propuestas de reformas tributarias que planteamos como conclusión de este trabajo.

- **Reformas a la Ley de Régimen Tributario Interno:**

La Ley de Régimen Tributario Interno (LRTI), por su carácter de orgánica prevalece sobre otras leyes de menor jerarquía y es el cuerpo normativo que define exhaustivamente a todos los tributos vigentes en el territorio nacional y su forma de aplicación.

Dado que nuestra propuesta de incentivos tributarios para el desarrollo del mercado de valores versa en la reforma del Impuesto a la Renta a pagar por las ganancias obtenidas por emisores e inversionistas (rentas de fuente ecuatoriana gravadas con el IR), es indispensable propiciar los siguientes cambios en la LRTI:

1. EXENCIONES:

1.1 En el Art. 9 de la LRTI vigente, que define a todos los ingresos que gozan de exención en el pago del Impuesto a la Renta, se deberían modificar los numerales 14, 15 y 15.1 con el siguiente texto:

“Para fines de la determinación y liquidación del impuesto a la renta, están exonerados exclusivamente los siguientes ingresos:

14.- Los generados por todas las enajenaciones de inmuebles, acciones u obligaciones que tengan lugar a través de cualquier proceso bursátil de las Bolsas de Valores del país;

15.- Las ganancias de capital, utilidades, beneficios o rendimientos distribuidos por las empresas que formen parte del nuevo segmento bursátil a sus inversionistas, así como los distribuidos por los fondos de inversión, fondos de cesantía, fideicomisos mercantiles a sus beneficiarios, siempre y cuando estas empresas y fondos hubieren cumplido con sus obligaciones como sujetos pasivos satisfaciendo el impuesto a la renta que corresponda;

(...)-Los rendimientos por depósitos a plazo fijo, de un año o más, pagados por las instituciones financieras nacionales a personas naturales y sociedades, excepto a instituciones del sistema financiero, así como los rendimientos obtenidos por personas naturales o sociedades por las inversiones en títulos de valores en renta fija, de plazo de un año o más, que se negocien a través de las bolsas de valores del país.

En el caso de que dichos rendimientos provengan de emisiones realizadas a través del nuevo segmento bursátil, esta exoneración abarcará a todos los títulos valores ahí negociados, de renta fija, variable, de corto plazo o de largo plazo; y se mantendrá durante todo el tiempo en que se conserven las inversiones en este segmento bursátil.”

Dichas exoneraciones podrían revestir el carácter de temporales mientras se consolide el nuevo segmento bursátil.

2. DEDUCCIONES:

2.1 En el Artículo 10, se debería incluir como deducción para determinar la base imponible de Impuesto a la Renta a:

- Los gastos erogados en el proceso de preparación de una empresa para emitir títulos valores dentro del nuevo segmento bursátil durante el tiempo en que se mantengan las inversiones objeto de tales emisiones, y siempre que la empresa cumpla con los requerimientos de información y transparencia exigidos por dicha entidad.
- Igualmente, serían deducibles los gastos que se devenguen con el fin de implementar los procesos del Buen Gobierno Corporativo en todo tipo de sociedades.

3. TARIFA DE IMPUESTO A LA RENTA:

Finalmente, en el Artículo 37 que define la tarifa de Impuesto a la Renta para sociedades, se debería considerar la siguiente posibilidad de reinversión de utilidades:

“(…) Las sociedades que reinviertan sus utilidades en el país podrán obtener una reducción de 10 puntos porcentuales de la tarifa del Impuesto a la Renta sobre el monto reinvertido, siempre y cuando lo destinen a la adquisición de maquinarias nuevas o equipos nuevos que se utilicen para su actividad productiva, o para implementar proyectos de emisión de valores dentro del nuevo segmento bursátil, y efectúen el correspondiente aumento de capital, el mismo que se perfeccionará con la inscripción en el respectivo Registro Mercantil hasta el 31 de diciembre del ejercicio impositivo posterior a aquel en que se generaron las utilidades materia de la reinversión.”

Como hemos descrito en este capítulo, nuestra propuesta de incentivos tributarios para propiciar el desarrollo del mercado de valores se centra en tres ejes principales:

1. Exonerar de la obligación de pago de Impuesto a la Renta a las ganancias obtenidas por la enajenación de acciones, emisión de obligaciones o cualquier título valor, sin importar la periodicidad de tales transacciones; y Exonerar los rendimientos obtenidos por las inversiones bursátiles, abarcando a todos los tipos de títulos valores cuando provienen de procesos de emisión dirigidos por el nuevo segmento bursátil.
2. En la determinación de la base imponible objeto de Impuesto a la Renta, permitir la deducción de los gastos generados para incorporarse al nuevo segmento bursátil y alcanzar una emisión exitosa de acuerdo a los parámetros establecidos por dicha entidad; y Permitir la deducción de todos los gastos utilizados en la implementación de los procesos establecidos por el mecanismo internacional del Buen Gobierno Corporativo, esencialmente en cuanto a la transparencia de la información económica y la independencia de los administradores.
3. Permitir la rebaja de 10 puntos porcentuales en la tarifa del Impuesto a la Renta para las sociedades que reinviertan sus utilidades y las destinen a la consecución de un proceso de emisión de valores dentro del nuevo segmento bursátil.

Con esto, considero que se incentivaría realmente a las empresas a participar en el mercado de valores al igual que a los ciudadanos comunes, logrando el redireccionamiento de los recursos de la sociedad hacia el sector privado productivo, que generaría un mayor desarrollo económico de nuestro país.

CONCLUSIONES FINALES:

Una vez terminado el análisis de la problemática planteada al inicio de este trabajo de titulación, salen a relucir las siguientes conclusiones:

1. Como hemos visto, el mercado de valores del Ecuador no cuenta con las herramientas necesarias para desarrollarse y constituirse en el canalizador de los recursos nacionales, lo cual genera graves desventajas comparativas y competitivas con otros países, sobre todo frente al sector productivo.

Hemos puesto en evidencia los problemas estructurales de nuestra economía que la mantienen alejada de las innovaciones que conlleva el mercado bursátil, sobre todo causado por la tendencia cerrada a la apertura del capital de empresas mayoritariamente familiares y carentes de procesos óptimos de administración.

Lo anterior provoca que nuestro sector privado no aproveche las ventajas de obtener un financiamiento a menores costos que los del sistema financiero, y no se lancen proyectos ambiciosos para el desarrollo de las empresas, que se mantienen reticentes al cambio.

2. Con la propuesta planteada de incentivar el desarrollo del mercado de valores a través de incentivos tributarios importantes y de la creación de un segmento bursátil de fácil acceso, tanto para las empresas como para los ciudadanos en general, se generaría inmediatamente mayor agilidad del mercado y se lograría la diversificación de las fuentes de financiamiento y del riesgo para impulsar la consecución de cualquier proyecto rentable.

Adicionalmente, en virtud de la difusión masiva que requiere la implementación de este nuevo sistema bursátil, las empresas que se sometan a los principios de publicidad y transparencia de sus estados financieros verían crecer su imagen

empresarial frente a los consumidores (que además se convertirían en sus inversionistas), y al gozar de mayor credibilidad general serían más competitivas en el mercado interno y externo.

3. Finalmente, no podemos dejar de considerar que los incentivos tributarios planteados tendrían un impacto inmediato en la recaudación de la Administración Tributaria, sin embargo, como hemos descubierto a lo largo de este trabajo, la reducción impositiva dentro de los parámetros propuestos provocaría consecuencias altamente positivas para el fisco apenas se verifiquen los beneficios de este proyecto, sobre todo con respecto al incremento de las utilidades de las compañías emisoras que tributarían en la base de una contabilidad transparente.

En efecto, desde la perspectiva estatal estos incentivos deben enfocarse en la consecución de una masa de empresas privadas que transparenten sus estados financieros y adopten normas de administración profesionales, en detrimento de las prácticas evasivas y de abuso de escudos fiscales.

Por tanto, es innegable que la finalidad real del sistema es preparar mejores contribuyentes, quienes al verificar mayor crecimiento económico al final de cada ejercicio fiscal, incrementarían las bases imponibles de recaudación.

En virtud de todo lo anterior, concluyo finalmente manifestando que a mi criterio, la difusión masiva de un sistema accesible para el ingreso al mercado de valores con incentivos tributarios provocaría que las empresas privadas implementen todas las medidas necesarias para conformarlo, y por su parte, que los ciudadanos privilegien esta alternativa segura y rentable para destinar sus ahorros a la compra de títulos valores, fomentando la unión de pequeños inversionistas en detrimento de las prácticas ilegales de pirámides y masivas estafas.

BIBLIOGRAFÍA:

1. Normas legales consultadas:

- Constitución Política del Ecuador de 1998.
- Constitución del Ecuador 2008.
- Primera Ley de Mercado de Valores de Ecuador publicada en el Suplemento del Registro Oficial No. 199, de 28 de mayo de 1993.
- Reforma a la Ley de Mercado de Valores del Ecuador, texto vigente en la actualidad, publicada en el Registro Oficial No. 367 de 23 de julio de 1998.
- Código Tributario codificado del Ecuador.
- Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno ecuatoriana.
- Reglamento de la Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno ecuatoriana.
- Argentina, Ley 20.643 de Régimen impositivo.
- Chile: Ley de Renta, disponible en la Biblioteca del Congreso Nacional de Chile en la página web www.bcn.cl/lc/bleyes/
- Chile: Manual de mercado para empresas emergentes aprobado mediante Resolución Legislativa No. 275 de 09 de septiembre de 2003
- España, Ley de Impuesto a la Renta de Personas Físicas disponible en el link es.wikipedia.org/wiki/IRPF.
- Perú, Ley del Impuesto a la Renta, Decreto Supremo No. 179-2004-ef publicado el 08 de diciembre de 2004 en el Diario Oficial "El Peruano".

2. Doctrina y autores consultados:

- **ARRAU Patricio**, "El mercado de capitales chileno, un necesario Big Bang para el crecimiento" disponible en la página web: www.biografias.bcn.cl/alegislativo/pdf.

- **BEYER Harold y VERGARA Rodrigo**, “¿Qué hacer ahora?” disponible en la Biblioteca virtual de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales FLACSO en la página web www.flacso.com
- **CEVALLOS VÁSQUEZ Víctor**, “Mercado de Valores y contrato”, edición 1996.
- **EDMUNDS John C.**, “Capital de riesgo: experiencia comparada EEUU y Chile”, 2003, disponible en la página web:
www.faculty.babson.edu/edmunds/Powerpoints/Vc_charlaFINAL.ppt
- **FLORES ZAVALA Ernesto**, “Elementos de Finanzas Públicas mexicanas” Ediciones Porrúa, 1983, pg. 117.
- **FONROUGE Carlos M. Giuliani**, “Derecho Financiero” Volumen I, páginas 348 a 350, Edición De Palma 1996.
- **GÁNDARA MORALES Álida**, “Justificación de las exenciones tributarias” publicada en la Revista “Nuevo Consultorio Fiscal”, No. 419, México 2002.
- **JARACH Dino**, “Finanzas Públicas y Derecho Tributario”, Ediciones Abeledo Perrot, Buenos Aires 1996
- **LOZANO SERRANO Carmelo**, “Exenciones Tributarias y derechos adquiridos”, Editorial Tecnos, Madrid 1988.
- **ODDONE Gabriel**, “Desarrollo del Mercado de valores del Uruguay, ¿legislar o reformar?”, disponible en la página web www.bcu.gub.uy/autoriza/ggmvrf/seminario2006/
- **SAINZ DE BUJANDA Fernando**, “Hacienda y Derecho”, tomo III, editado por el Instituto de Estudios Políticos de España, 1992.
- **SILVA VALDIVIESO Francisco**, exposición “La financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYMES) y los mercados financieros, políticas para el desarrollo del capital de riesgo en Chile”, Santa Cruz de la Sierra, 23 de octubre de 2002. Texto disponible en el link www.iimv.org/actividades/Ponencia_FSilva.ppt

- **Superintendencia de Compañías del Ecuador**, “Memoria del Mercado de Valores Ecuatoriano 2001-2005”, disponible en el link www.supercias.gov.ec/paginas_hm/mercado/estadisticas/memorias
- **VALDEZ COSTA Ramón**, Instituciones de Derecho Tributario, Ediciones De palma 1996, pg. 381.

3. Páginas web oficiales consultadas:

- Asociación de Abogados de Buenos Aires: www.aaba.org.ar/
- Bolsa de Valores de Buenos Aires: www.bsba.sba.com.ar
- Bolsa de Valores de Lima: www.bvl.com.pe
- Bolsa de Valores de Quito: www.bolsadequito.com
- Bolsa de Valores de Santiago: www.bolsadesantiago.com
- Bolsa de Valores de Sao Paulo: www.Bovespa.com.br
- Bolsa de Valores de Viña del Mar: www.bovalpo.cl
- Buen Gobierno Corporativo: www.gobiernocorporativo.com.ec
- Corporación de Fomento del Estado Chileno: www.corfo.cl
- chileemprende.cl/
- Comunidad Andina de Naciones: www.comunidadandina.org
- Diario “El Comercio” de Ecuador: www.elcomercio.com
- Diario “El Mercurio” de Chile: www.emol.com
- Enciclopedia virtual Wikipedia: www.wikipedia.org
- Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores: www.iimv.org
- Instituto Latinoamericano de Derecho Tributario www.iladt.org
- Superintendencia de Compañías del Ecuador: www.supercias.gov.ec