



ESCUELA DE NEGOCIOS

ANÁLISIS DE LOS MECANISMOS DE CONTROL Y VIGILANCIA DEL
MERCADO DE VALORES: CASO DE ESTUDIO ATU ARTICULOS DE
ACERO SA

AUTOR

Efraín Alejandro Pérez Arellano

AÑO

2020



ESCUELA DE NEGOCIOS

**ANÁLISIS DE LOS MECANISMOS DE CONTROL Y VIGILANCIA DEL
MERCADO DE VALORES: CASO DE ESTUDIO ATU ARTICULOS DE
ACERO SA**

**Trabajo de Titulación presentado en conformidad con los requisitos
establecidos para optar por el título de Magister en Finanzas mención
Mercado de Valores y Banca**

Profesor Guía

Carlos Andrés Proaño Jaramillo

Autor

Efraín Alejandro Pérez Arellano

Año

2020

DECLARACIÓN DEL PROFESOR GUÍA

Declaro haber dirigido el trabajo, ANÁLISIS DE LOS MECANISMOS DE CONTROL Y VIGILANCIA DEL MERCADO DE VALORES: CASO DE ESTUDIO ATU ARTICULOS DE ACERO SA, a través de reuniones periódicas con el estudiante Efraín Alejandro Pérez Arellano, en el semestre 202000, orientando sus conocimientos y competencias para un eficiente desarrollo del tema escogido y dando cumplimiento a todas las disposiciones vigentes que regulan los Trabajos de Titulación.

A handwritten signature in blue ink, consisting of the initials 'A.P.' followed by a horizontal line.

Carlos Andrés Proaño Jaramillo
C.C. 1708216450

DECLARACIÓN DEL PROFESOR CORRECTOR

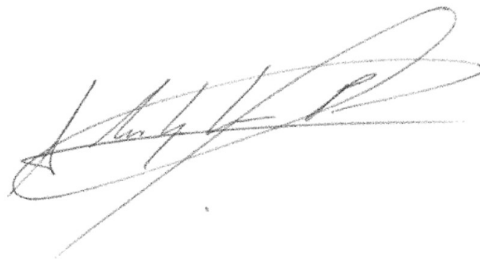
Declaro haber revisado este trabajo, ANÁLISIS DE LOS MECANISMOS DE CONTROL Y VIGILANCIA DEL MERCADO DE VALORES: CASO DE ESTUDIO ATU ARTICULOS DE ACERO SA, del estudiante Efraín Alejandro Pérez Arellano, en el semestre 202000, dando cumplimiento a todas las disposiciones vigentes que regulan los Trabajos de Titulación.



Daniel Andrés Cordero Espinosa
Master in Business Administration
C.C. 0703320945

DECLARACIÓN DE AUTORÍA DEL ESTUDIANTE

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

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Efraín Alejandro Pérez Arellano', written in a cursive style.

Efraín Alejandro Pérez Arellano
C.C. 1714835228

AGRADECIMIENTOS

Agradezco al docente Carlos
Andrés Proaño Jaramillo por su
apoyo y dedicación para la
elaboración de este trabajo
académico

A todas las personas que de una
manera u otra contribuyeron a
llevar a cabo este trabajo

DEDICATORIA

A mis padres, Efraín y Su-Yeen,
por su ejemplo de tenacidad y
amor

A Alejandra, por ser la mejor
compañera para esta gran
aventura llamada vida

A mis abuelos Efraín y Eugenia,
por enseñarme el valor de la familia
y el trabajo duro

Especialmente a mi abuelo Efraín,
por ser el mejor maestro en
finanzas y mercado de valores

RESUMEN

El presente trabajo de investigación abarca un análisis de los mecanismos de vigilancia y control actualmente previstos en el Ecuador. Asimismo, incluye un resumen de los mecanismos implementados en los principales centros financieros del mundo, como es el caso de la Bolsa de Valores de Nueva York y la Bolsa de Valores de Londres.

El estudio incluye el uso de análisis de índices financieros, reportes financieros periódicos, formularios e informes de calificación de riesgo y de auditoría externa, como mecanismos de vigilancia y control, así como su pertinencia y eficacia.

Se realiza además un estudio de caso relacionado con la compañía ATU ARTICULOS DE ACERO SA, compañía que era emisor en el mercado de valores desde el año 2013 hasta el año 2018, fecha en la cual se canceló su inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (Echeverría, 2018), con su posterior disolución y liquidación en el año 2019.

Se evalúa desde una perspectiva financiera y regulatoria, si los mecanismos actualmente previstos son suficientes para lograr el propósito de tener un mercado eficiente y transparente. De igual forma, también se evalúan las acciones y omisiones que llevó a cabo la compañía ATU ARTICULOS DE ACERO SA, a fin de establecer el nivel de cumplimiento que alcanzó mientras era emisor.

Por último, se establecen conclusiones y recomendaciones respecto de los actuales mecanismos de vigilancia y control, siendo la principal conclusión que el emisor estuvo en cumplimiento formal de dichos mecanismos, los cuales no fueron suficientes para prevenir ni alertar la inminente cesación de pagos.

ABSTRACT

This research covers an analysis of the surveillance and control mechanisms currently in place in Ecuador. It also includes a summary of the mechanisms implemented in the world's main financial centers, such as the New York Stock Exchange and the London Stock Exchange.

The study covers the analysis of financial indices, periodic financial reports, risk rating and external audit forms and reports, as well as monitoring and control mechanisms, and their relevance and effectiveness.

In addition, a case study is made regarding the company ATU ARTICULOS DE ACERO SA, a company that was an issuer in the stock market, which was cancelled as issuer at the end of 2018 (Echeverría, 2018), with its subsequent dissolution and liquidation in 2019.

It is evaluated from a financial and regulatory perspective, whether the mechanisms currently envisaged are sufficient to achieve the purpose of having an efficient and transparent market. Likewise, the actions and omissions carried out by the company ATU ARTICULOS DE ACERO SA are also evaluated, in order to establish the level of compliance it achieved while it was an issuer.

Finally, conclusions and recommendations are established with respect to the current monitoring and control mechanisms, the main conclusion being that the issuer was in formal compliance with these mechanisms, which were not sufficient to prevent or warn of the imminent cessation of payments.

ÍNDICE

1.	CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN	1
1.1	Planteamiento del problema	1
1.2	Diagnóstico de la situación actual	2
1.3	Objetivos	2
1.3.1	Objetivo General.....	2
1.3.2	Objetivos Específicos	3
1.4	Justificación.....	3
1.5	Alcance	6
2.	CAPITULO II. ACTUAL MARCO LEGAL Y REGULATORIO DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO	7
2.1	Marco legal.....	7
2.1.1	Constitución de la República del Ecuador	7
2.1.2	Ley de Mercado de Valores	10
2.2	Marco regulatorio	20
2.2.1	Resoluciones de la Junta de Regulación de Política Monetaria y Financiera.....	20
2.2.2	Reglamentos de Bolsas de Valores.....	26
2.2.3	Norma procedimiento sancionador en el ámbito del mercado de valores	27
2.2.4	Hechos relevantes	28
2.2.5	Suspensión.....	28
2.2.6	Cancelación.....	29
3.	CAPÍTULO III. ANÁLISIS COMPARATIVO	31
3.1	Bolsa de Valores de Nueva York.....	31
3.1.1	Unsecured Debentures.....	33
3.1.2	Mecanismos de vigilancia.....	33
3.1.3	Ley de Títulos Valores de 1933	35
3.1.4	Ley de Bolsas de Valores de 1934	36
3.1.5	Capítulo 11	37
3.1.6	FINRA.....	38

3.2	Bolsa de Valores de Londres.....	39
3.2.1	Reglas	39
3.2.2	Default	42
3.2.3	Trustee Act 1925 - 2000	43
3.2.4	Ley de Servicios y Mercados Financieros	44
3.2.5	Autoridad de Conducta Financiera	45
4.	CAPITULO IV, CASO DE ESTUDIO	45
4.1	Historia de la empresa.....	45
4.1.1	AMBIENTES HOGAR 2000 CIA. LTDA.....	48
4.1.2	MUEPRAMODUL CIA. LTDA.	49
4.1.3	III Emisión de obligaciones	50
4.1.4	IV Emisión de obligaciones.....	51
4.2	Default.....	53
4.3	Acciones posteriores y situación actual	58
5.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	59
	REFERENCIAS.....	67
	ANEXOS	71

1. CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

1.1 Planteamiento del problema

La Ley de Mercado de Valores y su Codificación de Resoluciones, contienen actualmente mecanismos de control y vigilancia que deben ser cumplidos por los actores del mercado de valores.

Existen reportes periódicos de información que deben remitir los emisores respecto su situación financiera, así como parámetros e índices financieros que deben cumplirse para mantener vigente la emisión. Esto permite mantener informado al mercado y a la entidad de control, sobre el desenvolvimiento que tiene una compañía respecto de su emisión.

El escenario ideal es que existan mecanismos de alerta temprana que permitan tomar medidas de corrección para proteger los intereses de los inversionistas, así como de la estabilidad del mercado de valores como tal. A la vez de tener órganos de control mucho más proactivos que reactivos, que eviten la generación de problemas, en lugar de pretender solucionarlos o sancionarlos cuando ya han ocurrido.

A pesar de estos mecanismos de control y vigilancia, existieron en los últimos años varios emisores que se declararon en default (cesación de pagos) que derivaron además en la disolución y liquidación anticipada de la compañía. Esto ha causado pérdidas tanto para los propios accionistas, así como a trabajadores que ahí laboraron. Pero el mayor impacto se generó en la confianza de los inversionistas respecto del mercado de valores en general.

En el caso particular de la compañía ATU ARTICULOS DE ACERO SA, que fue constituida en el año de 1941, y en su momento fue líder en el mercado de muebles modulares, hasta el año 2017 tenía activos valorados en 18,7 millones de dólares; un patrimonio de \$ 6,1 millones; ingresos por 14,9 millones de dólares y una utilidad de \$ 93.882, conforme indican sus balances auditados de ese ejercicio fiscal (Castellanos, Informe de los Auditores Independientes, 2018).

La compañía llevó a cabo su última emisión de obligaciones pocos meses antes de declarar el paro laboral y la posterior renuncia de sus administradores. Hecho que ha sido criticado por varios actores, puesto que pone en entredicho la capacidad de regulación del mercado de valores ecuatoriano.

La compañía estuvo en cumplimiento de sus obligaciones formales hasta el último momento, sin embargo, ni el estructurador de la emisión, ni la calificadora de riesgo, ni los auditores externos emitieron alertas que pongan en aviso el deterioro de la situación financiera. Peor aún, a pesar de la grave situación económica que atravesaba, los órganos de control autorizaron una nueva emisión de deuda.

1.2 Diagnóstico de la situación actual

Si bien la quiebra de ATU ocurrió a finales del año 2018, la situación general de la economía nacional de aquel entonces era favorable en comparación a la actual. Esto significa que, así como es probable que una empresa con problemas financieros en un marco estable quiebre, existe una mayor probabilidad de que muchas más empresas con una situación financiera deteriorada en un marco económico adverso sigan esa misma suerte.

Es por ello que se torna imperativo evaluar los mecanismos de control y vigilancia previstos actualmente en la legislación nacional, a fin de establecer la pertinencia y validez de los mismos. Esto con el fin de prevenir que nuevos casos de default surjan, así como tener medios más idóneos para monitorear la situación financiera de los emisores del mercado de valores local.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo General

- Evaluar los mecanismos de control y vigilancia que se encuentran actualmente vigentes en el mercado de valores ecuatoriano.
- Proponer reformas a los problemas identificados en el marco regulatorio del mercado de valores ecuatoriano vigente.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Analizar los mecanismos de control vigentes del mercado de valores ecuatoriano.
- Analizar los mecanismos de vigilancia del mercado de valores ecuatoriano actualmente vigentes.
- Comparar el marco regulatorio nacional actual, con el que se encuentra vigente en la Bolsa de Valores de Nueva York y la Bolsa de Valores de Londres.
- Analizar el proceso de cancelación de ATU ARTICULOS DE ACERO SA como emisor del mercado de valores ecuatoriano, que se desarrolló a finales del año 2018.
- Evaluar la pertinencia de los índices financieros que deben ser reportados de acuerdo con la regulación ecuatoriana actualmente vigente.
- Proponer el uso de nuevos índices financieros que describan mejor el desempeño financiero de un emisor en el mercado de valores ecuatoriano.

1.4 Justificación

El mercado de valores se fundamenta en los siguientes principios (Ley Mercado de Valores, Art innumerado):

“1. La fe pública; 2. Protección del inversionista; 3. Transparencia y publicidad; 4. Información simétrica, clara, veraz, completa y oportuna; 5. La libre competencia; 6. Tratamiento igualitario a los participantes del mercado de valores; 7. La aplicación de buenas prácticas corporativas; 8. Respeto y fortalecimiento de la potestad normativa de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, con sujeción a la Constitución de la República, las políticas públicas del Mercado de Valores y la Ley; y, 9. Promover el financiamiento e inversión en el régimen de desarrollo nacional y un mercado democrático, productivo, eficiente y solidario”.

En base a estos principios, se pretende que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna (Ley Mercado de Valores, Art. 1). Por lo tanto, cualquier acción u omisión que afecte a la veracidad, integridad y oportunidad de la información que debe transmitirse entre los actores del mercado, provoca que exista distorsiones en detrimento de estos.

Como uno de los principios fundamentales del mercado de valores, la transparencia y la publicidad de la información que pueda ser relevante para el mercado depende en gran medida de la honestidad con la que actúe el emisor. Es por ello que según (Huerta & Higa, 2001) se justifica la intervención estatal, que obliga a las empresas a que mantengan informado al mercado.

Es necesario tener en mente que se trata de un mercado regulado por el Estado, a través de sus entes de control, los cuales tienen la capacidad de emitir normativa secundaria que consideren pertinente. Es por ello que es indispensable analizar la forma en la que ha sido conceptualizada dicha normativa, a fin de establecer su conveniencia y pertinencia para alcanzar el propósito esperado.

Tal como asiente (Mendoza, 2008) un marco regulatorio óptimo debería nivelar la balanza entre la protección al inversionista y el cumplimiento de las compañías emisoras. Sin embargo, el mismo autor añade que: “incluso si la regulación prolífica aumenta la confianza de los inversores en el mercado, aumentando así la liquidez, estas normas pueden aumentar los costes de las emisiones más allá de unos límites razonables”.

Por lo tanto, se debe buscar un nivel óptimo de regulación y libre albedrío, a fin de que los emisores no estén atados de manos, ni destinen mucho tiempo al cumplimiento de obligaciones de reportería, sino más bien, que dentro de dicha libertad puedan desenvolverse de tal forma, que otorguen los insumos suficientes para que las entidades de control realicen su trabajo.

Como una referencia de modelos óptimos de regulación de los mercados de valores, se pueden analizar a la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE por sus

siglas en inglés) y de la Bolsa de Valores de Londres (LSE por sus siglas en inglés), así como la normativa emitida por los respectivos reguladores, respecto de la información que deben proporcionar los emisores de deuda.

Dicha normativa es un elemento fundamental para la confianza que tienen los inversionistas respecto del mercado, puesto que asumen la eficiencia y equidad de dichos mercados (Macey & O'Hara, 1999). De otra forma, no invertirían en él, debido a la falta de garantías respecto de sus inversiones.

NYSE es uno de los centros financieros más importantes del mundo, en la que cotizan miles de empresas, tanto locales como internacionales. Es regulada y controlada por la Comisión de Bolsa y Valores (SEC por sus siglas en inglés) la cual es una entidad de derecho público.

Por su parte LSE es una de las bolsas de valores más antiguas e importantes de Europa. Fue considerado como un mercado alternativo al NYSE, aunque por la incertidumbre que vive actualmente el Reino Unido por el Brexit, ha perdido protagonismo. Es regulada y controlada por la Autoridad de Servicios Financieros (FCA por sus siglas en inglés), la cual es una entidad de derecho público.

Dicho análisis comparativo permitirá establecer los aspectos más importantes que deberán ser reformados y mejorados en el marco regulatorio local, a fin de procurar mantener la eficiencia en el mercado de valores y la seguridad de sus participantes.

En comparación a la situación nacional, en la que existe un regulador, la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera, y un ente de control, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la cual tiene capacidad de emitir normativa secundaria limitada y su accionar depende en gran medida en cumplir las normas previstas por el regulador. Adicionalmente, la Ley de Mercado de Valores prevé la capacidad de las bolsas de valores para emitir sus propias regulaciones internas.

De esta forma se podrá analizar y concluir si los indicadores financieros actualmente previstos son suficientes o no, así como aquellos mecanismos que

no han sido todavía adoptados por nuestra legislación. Sin embargo, tal como asiente (Lovato, 2013) deberán ser considerados los elementos intrínsecos del mercado ecuatoriano, así como de las facultades operativas del ente de control.

De igual forma, es importante analizar las actuales responsabilidades que deben llevar a cabo las calificadoras de riesgos, como entidad independiente que tienen la delicada tarea de otorgar una calificación a la emisión de valores, en base a la información financiera que le sea proporcionada por el propio emisor.

Es igual de relevante la labor que debe llevar adelante la auditoría externa, la cual deberá reportar oportunamente cualquier variación sustancial que pueda comprometer las finanzas de la compañía, durante la vigencia de la emisión.

1.5 Alcance

Es por ello que es necesario evaluar desde una perspectiva financiera y regulatoria, si los mecanismos actualmente previstos son suficientes para lograr el propósito de tener un mercado eficiente y transparente.

Esto permitirá establecer propuestas de cambio necesarias para que aquellos emisores que se encuentran en situación de riesgo puedan ser debidamente identificados, a fin de tomar acciones oportunas para corregir su curso. A la vez que permitirá a los inversionistas tener más información, completa y fidedigna del mercado. Situación que se traducirá en una mayor confianza para continuar invirtiendo.

Por último, es necesario evaluar las acciones y omisiones que llevó a cabo la compañía ATU, la cual constituye la unidad de investigación, a fin de establecer el nivel de cumplimiento que alcanzó y si a pesar de dicho cumplimiento, se podría haber evitado la cesación de pagos y posterior liquidación de la compañía.

2. CAPITULO II. ACTUAL MARCO LEGAL Y REGULATORIO DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

2.1 Marco legal

Es necesario realizar una revisión del actual marco legal y regulatorio del mercado de valores, a fin de poder identificar los elementos y aspectos más relevantes de cómo está estructurado, así como aquellos mecanismos de vigilancia y control que se encuentran vigentes para las emisiones de obligaciones.

2.1.1 Constitución de la República del Ecuador

La Constitución de la República actual se encuentra vigente desde el año 2008. A diferencia de la Constitución Política de 1998, la cual establecía que el sistema económico era “social de mercado”, mientras que el actual sistema es “social y solidario”. Añade a la redacción mencionando que se reconoce “al ser humano como sujeto y fin; propende a una relación dinámica y equilibrada entre sociedad, Estado y mercado” (Art. 283).

Esto supondría que el Estado buscaría crear las condiciones necesarias para beneficiar a las personas, por sobre los intereses del resto de actores del mercado. Intención loable sin duda alguna, sin embargo, como veremos más adelante queda en un mero enunciado, puesto que todavía existe mucho por hacer para alcanzar el cabal cumplimiento de este principio constitucional.

La actual Constitución contiene además los siguientes principios relacionados con la atracción y tratamiento de inversiones, las cuales son indispensables para mantener activa la economía local:

“Art. 338.- El Estado promoverá y protegerá el ahorro interno como fuente de inversión productiva en el país. Asimismo, generará incentivos al retorno del ahorro y de los bienes de las personas migrantes, y para que

el ahorro de las personas y de las diferentes unidades económicas se oriente hacia la inversión productiva de calidad”.

Se establece al “ahorro” como una de las fuentes de inversión productiva. Esto evidentemente dista de las aplicaciones prácticas que cada una de estas acciones se realizan en el día a día. Para propósitos de este trabajo, entenderemos al ahorro como la reserva de una parte de los ingresos como previsión para necesidades futuras (Comisión para el Mercado Financiero, s.f.). Por lo que, no debería confundirse con la inversión, la cual conlleva necesariamente el canalizar recursos económicos a una actividad económica que genere su propia rentabilidad (Comisión para el Mercado Financiero, s.f.).

Esta diferenciación es importante, puesto que existen normas legales que se refieren a inversionistas y no ahorristas en su redacción. Situación que evidentemente genera confusiones y anomias entre lo previsto en la Carta Magna y las leyes sectoriales, respecto de la forma en la que han sido concebidas y redactadas. Lo que demuestra la falta de claridad de las políticas públicas y de su diseño y aplicación por parte de los políticos de turno.

En otro artículo de la Constitución se ha establecido ciertos parámetros que el Estado busca cuando se trata de inversión extranjera:

“Art. 339.- El Estado promoverá las inversiones nacionales y extranjeras, y establecerá regulaciones específicas de acuerdo a sus tipos, otorgando prioridad a la inversión nacional. Las inversiones se orientarán con criterios de diversificación productiva, innovación tecnológica, y generación de equilibrios regionales y sectoriales.

La inversión extranjera directa será complementaria a la nacional, estará sujeta a un estricto respeto del marco jurídico y de las regulaciones nacionales, a la aplicación de los derechos y se orientará según las necesidades y prioridades definidas en el Plan Nacional de Desarrollo, así como en los diversos planes de desarrollo de los gobiernos autónomos descentralizados.

La inversión pública se dirigirá a cumplir los objetivos del régimen de desarrollo que la Constitución consagra, y se enmarcará en los planes de desarrollo nacional y locales, y en los correspondientes planes de inversión.”

Es poco útil establecer escalas de importancia que puedan ser malinterpretadas. Más aún cuando se pretende que la inversión extranjera sea complementaria a la nacional, lo cual supone que nuestra realidad económica es lo suficientemente consolidada y robusta, como para menospreciar a la inversión que proviene fuera del país. Lamentablemente este pseudo nacionalismo ha marcado la pauta en la última década, y como veremos a continuación, ha generado que uno de los principales dinamizadores de la economía, como lo es el mercado de valores, haya sido descuidado y relegado en la agenda política.

De esta breve revisión a las normas constitucionales podemos colegir que no existe una concepción clara de cómo debería tratarse a la inversión, ya sea nacional y mucho menos la extranjera. No olvidemos que Ecuador es el único país en Sudamérica que tiene al dólar de los Estados Unidos de América como su moneda oficial, lo cual debería significar que nuestro país sea un polo de inversión extranjera, así como proveedora de servicios financieros para toda la región.

Sin embargo, es una ventaja competitiva que lamentablemente no ha podido ser aprovechada durante todo este tiempo, en gran parte por la falta de claridad respecto de nuestra política económica.

Tal como lo asiente el tratadista (Lovato, *Iuris Dictio*, 2013), las características del actual marco normativo no están alineadas con el propósito del legislador ni de la naturaleza del mismo mercado de valores de ser utilizado en su máximo potencial en el contexto de la economía nacional, por sus actores habituales o incluso por los ciudadanos en general.

2.1.2 Ley de Mercado de Valores

La Ley de Mercado de Valores (“LMV”) actual, está vigente desde el año 2006. La LMV establece la siguiente estructura: i) Un órgano regulador, el cual es el encargado de dictar las políticas del sector, así como las regulaciones necesarias para la operatividad del mercado; y, ii) un órgano de control, el cual tiene funciones de vigilancia, auditoría, intervención y control del mercado de valores con el propósito de que las actividades de este mercado se sujeten al ordenamiento jurídico y atiendan al interés general (Art. 10, LMV).

A lo largo del tiempo la LMV sufrió varias enmiendas, unas acertadas y otras terriblemente dañinas, tal como se recoge en la publicación en un artículo de la prestigiosa (Revista Ekos Negocios, 2018), como la que se generó con la promulgación del Código Orgánico Monetario y Financiero. Este cuerpo normativo creó a una todopoderosa Junta de Regulación de Política Monetaria y Financiera, la cual reemplazó al Consejo Nacional de Valores. Adicionalmente, no existió la suficiente prolijidad para modificar todas las referencias en el texto de la Ley, lo que causó que existan disposiciones que todavía hacen referencia al hoy extinto Consejo Nacional de Valores.

Este cambio en la estructura del órgano regulador del sector generó que el nuevo organismo, deba resolver: el destino de la formulación de las políticas públicas y la regulación y supervisión monetaria, crediticia, cambiaria, financiera, de seguros, así como también sean los encargados de emitir la normativa secundaria y regulaciones para el funcionamiento diario del mercado de valores. Empero, es evidente la falta de interés por parte de este ente, ya que ha introducido pocos cambios relevantes a los mecanismos de vigilancia y control que dinamicen al mercado de valores, así como se doten de herramientas suficientes al órgano de control.

Llama además la atención que tampoco se ha realizado una actualización al Reglamento a la Ley de Mercado de Valores, el cual se encuentra vigente desde la Ley de Mercado de Valores que fue promulgada en el año 1998. Sin duda,

otra de las muestras de la falta de interés y atención que ha recibido este sector por parte de los funcionarios públicos de turno.

Es lamentable señalar además que durante todo este tiempo no se creó una entidad pública técnica y especializada que actúe como ente de control del sector, siendo otorgada esta competencia a la Superintendencia de Compañías, la cual tan solo tiene una intendencia asignada al control y supervisión de todo el mercado de valores. Situación que como se analizará más adelante, dista mucho de otros países que tienen un organismo público dedicado exclusivamente a la regulación y control del mercado de valores.

Respecto de los títulos valores que pueden ser comercializados en el mercado de valores, al día de hoy se mantienen las instituciones tradicionales, tales como los instrumentos de renta variable como acciones, e instrumentos de renta fija, como las obligaciones de corto y largo plazo. Nos centraremos en este último instrumento, sobre el cual analizaremos en detalle todas las regulaciones vigentes.

De acuerdo con la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros durante el año 2019, se negociaron USD 11.796 millones de dólares de los Estados Unidos de América, lo que significó un aumento del 58% en comparación con 2018, cuando se transaron USD 7.474 millones de dólares de los Estados Unidos de América (Primicias, 2020). Esto demuestra que el volumen de transacciones es equivalente a casi el 10% del PIB del país (Primicias, 2020). Hecho que no se puede desmerecer, a pesar de toda la falta de atención que ha recibido.

Del total de transacciones realizadas el 99,19 % corresponden a renta fija. Esto significa que, en instrumentos de renta variable como las acciones, solo se transaron en el mercado nacional 94,8 millones de dólares de los Estados Unidos de América (Expreso, 2020).

Es por ello que es fundamental entender el marco regulatorio aplicable a estos instrumentos de renta fija, los cuales dominan en el mercado de valores. De esta forma se permitirá que más actores consideren participar, así como otorgaría mayor seguridad a los inversionistas.

2.1.2.1 Obligaciones

Por obligaciones la LMV las define como (Art. 160): “valores de contenido crediticio representativos de deuda a cargo del emisor”. Establece además que podrán ser emitidos solo por personas jurídicas de derecho público o privado, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador.

Las obligaciones podrán ser de largo o corto plazo. Estas últimas se denominan como “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. En nuestro estudio nos limitaremos a analizar aquellas obligaciones de largo plazo.

2.1.2.1.1 Partes en un proceso de emisión de obligaciones

A fin de tener mayor claridad de las partes que forman parte de una emisión de obligaciones, definiremos a continuación cada uno de ellos:

Agente pagador: Institución financiera designada por el emisor que llevará a cabo el proceso de pago de los cupones y capital de las obligaciones.

Emisor: Persona jurídica que ofrece títulos valores en el mercado de valores, a través de una casa de valores.

Estructurador: Es la casa de valores que lleva adelante el proceso de estructuración legal y financiera de la emisión.

Calificadora de riesgos: Es la persona jurídica encargada de elaborar el informe de calificación de riesgos, en la frecuencia y contenido establecidos en la Ley y la normativa secundaria.

Auditor externo: Es la persona jurídica encargada de elaborar el dictamen de auditoría externa, en la frecuencia y contenido establecidos en la Ley y la normativa secundaria.

Representante de los obligacionistas: Es la persona jurídica encargada de representar a los obligacionistas frente al emisor y demás entidades. Debe

elaborar además informes en la frecuencia y contenido establecidos en la Ley y la normativa secundaria.

Bolsa de valores: Son sociedades anónimas, cuyo objeto social único es brindar los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.

Depósito centralizado de compensación y liquidación de valores: Entidades públicas o privadas que llevan a cabo la compensación de valores de las operaciones bursátiles.

2.1.2.1.2 Formalidades

La emisión de obligaciones se instrumentará a través de un contrato que deberá elevarse a escritura pública y ser otorgado por el emisor y el representante de los tenedores de obligaciones, y deberá contener los requisitos esenciales que sean determinados por la Junta de Regulación.

2.1.2.1.3 Requisitos

Existen diversos requisitos que debe cumplir una emisión de obligaciones, las cuales se encuentran dispersas entre la Ley de Mercado de Valores, así como en las respectivas resoluciones, como se analizará en la sección correspondiente.

2.1.2.1.4 Estructurador

Las casas de valores son las entidades facultadas por la LMV para llevar a cabo actividades de estructuración y colocación de títulos valores en el mercado. Deben ser compañías anónimas y deben cumplir con los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y controles que determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera (Art. 56).

La LMV otorga además la exclusividad a las casas de valores para que realicen la intermediación de valores en el mercado primario y secundario, ya sea por cuenta de terceros o por cuenta propia (Art. 4). Respecto de esta facultad, la LMV señala que las casas de valores serán responsables de la identidad y capacidad legal de las personas que contrataren por su intermedio, de la existencia e integridad de los valores que negocien y de la autenticidad del último

endoso, cuando procediere. Además, no serán responsables ni asumirán responsabilidad respecto de la solvencia del emisor (Art. 57).

Llama la atención esta exención de responsabilidad de las casas de valores respecto de la solvencia del emisor cuando se llevan a cabo procesos de intermediación. Sin embargo, no hay una norma expresa que regule la responsabilidad de la casa de valores que actuó como estructurador de una emisión de valores, respecto de la solvencia del emisor.

2.1.2.1.5 Calificación de riesgo

El artículo 161 de la LMV dispone que toda emisión de obligaciones requerirá de la calificación de riesgo, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Catastro Público del Mercado de Valores. De la misma manera, durante el tiempo de vigencia de la emisión, el emisor deberá mantener la calificación actualizada de conformidad con las normas que para el efecto expida la Junta de Regulación.

Por su parte, la Junta de Regulación estableció que la calificación de riesgo sea actualizada de forma semestral. Además, determinó que existirá responsabilidad solidaria entre los miembros del comité de clasificación y el personal técnico que lleve a cabo el proceso de calificación. No obstante, el resultado de este informe no genera ningún tipo de responsabilidad subsidiaria con el emisor, ni con los obligacionistas.

Esto significa que la calificadora no es responsable del contenido de su informe, puesto que basa su análisis en la información que le provee el propio emisor. Un punto importante a resaltar tiene que ver con la facultada que prevé la LMV a favor de las calificadoras, puesto que les permite realizar una calificación en cualquier momento, cuando a criterio de las mismas las circunstancias lo ameriten (Art. 181). Lo anterior evitaría que una calificadora alegue que no podía realizar una gestión adicional para indagar más respecto de aspectos que hayan llamado la atención.

Existe además una limitación legal para que una calificadora de riesgos pueda efectuar calificaciones por más de tres años consecutivos respecto de un mismo

sujeto (Art. 178, LMV). Si bien esta disposición busca evitar que se creen vínculos de cualquier tipo entre la calificadora y el emisor, en la práctica una emisión de obligaciones no suele superar del plazo de 3 años, por lo que la misma calificadora estaría evaluando a la emisión durante toda su vigencia.

2.1.2.1.6 Criterios de calificación

La LMV establece como normas generales respecto de los criterios de calificación de valores representativos de deuda, como las obligaciones, a los siguientes (Art. 188):

- a) Los valores representativos de deuda se calificarán en consideración a la solvencia y capacidad de pago del emisor, a su posición de corto y largo plazo, a las garantías que presentare, a la probabilidad de no pago del capital e intereses, a las características del instrumento, a la información disponible para su calificación y, otros factores que pueda determinar la Junta de Regulación;

Por su parte, la Junta de Regulación ha establecido como criterios de calificación para valores representativos de deuda, las siguientes (Art. 12, Resolución):

“u. La fecha del informe de calificación de riesgo tendrá un plazo máximo de 30 días de vigencia para la presentación de la solicitud de autorización del trámite de oferta pública”

Una vez inscrito el emisor, así como la emisión de obligaciones, se deberá llevar un registro de la calificación de riesgo inicial y se deberá añadir además las posteriores revisiones que se realicen durante la vigencia de la emisión (Art. 26, Resolución).

2.1.2.1.7 Auditoría Externa

La LMV define a la auditoría externa como la “opinión sobre la razonabilidad de los estados financieros para representar la situación financiera y los resultados de las operaciones de la entidad auditada. También estas entidades podrán expresar sus recomendaciones respecto de los procedimientos contables y del sistema de control interno que mantiene el sujeto auditado” (Art. 194). La

actividad de auditoría externa solo la pueden realizar personas jurídicas debidamente autorizadas para tal efecto.

La frecuencia con la que deben realizarse los informes de auditoría por lo menos es de forma anual, sin embargo, la Junta de Regulación puede establecer normas específicas al respecto. A diferencia de las calificadoras de riesgo, tanto la sociedad como el personal que labora en la firma de auditoría externa, responderán hasta de la culpa leve por los perjuicios que causaren a los accionistas o socios de la entidad auditada y a terceros con ocasión de sus actuaciones, informes y dictámenes (Art. 198, LMV).

De forma similar a lo establecido para las empresas de calificación de riesgo, las firmas de auditoría externa no podrán efectuar auditorías por más de tres años consecutivos respecto de un mismo sujeto (Art. 194, LMV).

2.1.2.1.8 Dictamen de auditoría externa

El dictamen de auditoría externa debería incluir al menos los siguientes aspectos (Art. 201, LMV):

- a) Examinar si los diversos tipos de operaciones realizadas por la sociedad se encuentran reflejadas razonablemente en su contabilidad y estados financieros. Esto con el fin de tener evidencia suficiente de las transacciones que lleva a cabo el emisor;
- b) Señalar a los administradores de la sociedad auditada las deficiencias que se detecten respecto a la adopción de prácticas contables, al mantenimiento de un sistema administrativo contable efectivo y a la creación y mantenimiento de un sistema de control interno adecuado. El propósito del informe de auditoría es otorgar a los administradores de la compañía emisora, la información necesaria para que pueda llevar adelante las acciones correctivas que sean necesarias;
- c) Efectuar revisiones para que los estados financieros se elaboren de acuerdo a los principios de contabilidad generalmente aceptados y a las resoluciones dictadas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros o la Junta de Regulación;

- d) Poner en conocimiento de las autoridades administrativas de la empresa, gerencia, directorio y accionistas, las irregularidades o anomalías que a su juicio existieren en la administración o contabilidad de la entidad auditada que afecte o pueda afectar la presentación razonable de la posición financiera o de los resultados de las operaciones; y,
- e) Poner en conocimiento de los accionistas o socios de la entidad auditada, a través de sus representantes legales, los correspondientes informes o dictámenes. Al ser la Junta General el máximo órgano de gobierno de una compañía, es el órgano llamado a tomar las acciones que sean necesarias para corregir irregularidades que hayan sido identificadas por la auditoría externa.

2.1.2.1.9 Sanciones aplicables a las auditoras externas

En caso de que se haya comprobado que existan deficiencias en el proceso de auditoría, se podrán imponer las siguientes sanciones a la empresa auditora, de acuerdo con la gravedad de la falta (Artículo innumerado después del 208):

1. Amonestación escrita por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, en caso de falta de cumplimiento adecuado de sus funciones;
2. Suspensión temporal en el ejercicio de sus funciones, por falta de idoneidad técnica o incumplimiento de las normas legales y reglamentarias pertinentes; y,
3. Descalificación, cuando la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros comprobare que la auditora externa procedió en contra de las normas de auditoría generalmente aceptadas y de las normas y principios de contabilidad emitidos por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, o coadyuve a la presentación de datos o estados financieros no acordes con las disposiciones legales y reglamentarias vigentes. En tales casos emitirá observaciones respecto al contenido de sus dictámenes, y en el evento comprobado de que existan deficiencias en el proceso de auditoría o cualquier otro incumplimiento a la Ley y sus normas complementarias, podrá imponer las sanciones correspondientes.

2.1.2.1.10 Garantía

El artículo 162 de la LMV establece que toda emisión de obligaciones deberá estar amparada por al menos una garantía general y que, además, podrá contar con garantía específica. Por garantía general se entiende la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine la Junta de Regulación.

Al respecto, la Junta de Regulación mediante resolución estableció que el emisor podrá otorgar una garantía general sobre el 80% de sus activos libres de gravámenes. Esto significa que la garantía general se otorga contra los propios estados financieros del emisor. Como analizaremos en el caso de estudio más adelante, esta fue la única garantía que se otorgó a la empresa, la cual en la práctica quedó demasiado corta respecto de las obligaciones financieras que tenía el emisor, frente a sus obligacionistas, así como al resto de sus acreedores.

Por su parte, la garantía específica se entiende aquella de carácter real (ej. Prendas, hipotecas) o personal (ej. Avales o garantes), la cual garantiza las obligaciones para asegurar el pago ya sea del capital, de los intereses o de ambos. Se permite además que terceros, distintos al emisor, puedan otorgar una garantía específica.

En caso de que la garantía específica consista en valores o en obligaciones de naturaleza ejecutiva, deberán ser entregados al depósito centralizado de compensación y liquidación. En cambio, si la garantía consistiere en prenda, hipoteca, para que se perfeccione la constitución de esta garantía deberá entregarse a favor del representante de obligacionistas o de quien éstos designen.

Se debe tener en cuenta además que, por regla general, ni la prenda ni la hipoteca permiten al acreedor disponer del bien, ni mucho menos apropiarse del mismo. Esto significa que, ante un evento de cesación de pagos por parte del emisor, la ejecución de las garantías reales debería ser realizada mediante una

subasta pública llevada a cabo por un juez civil. A fin de que, con los valores de la subasta, se cancelen los valores pendientes de los obligacionistas.

Por lo tanto, si bien una garantía específica otorga cierta protección adicional a los obligacionistas, su eficiencia y nivel de cobertura real, dependerá en gran medida en la capacidad que tenga el representante para poder ejecutarla oportunamente para cubrir de alguna forma, la falta de pago ante un evento de cesación.

2.1.2.1.11 Convenio de representación

El artículo 165 de la LMV establece como requisito esencial que el emisor suscriba un convenio de representación con una persona jurídica que actuará a nombre de todos los obligacionistas. El representante tendrá entre sus atribuciones y deberes la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponda a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total.

El representante de los obligacionistas responderá hasta por culpa leve (de acuerdo con el artículo 29 del Código Civil equivale a “descuido leve, descuido ligero, es la falta de aquella diligencia y cuidado que los hombres emplean ordinariamente en sus negocios propios”) y estará facultado para: imponer al emisor las condiciones que considere necesarias, tiene además la capacidad legal suficiente para demandar al emisor, así como para solicitar a los jueces competentes la subasta de los bienes entregados bajo garantía específica.

El representante de los obligacionistas podrá solicitar del emisor los informes que sean necesarios para una adecuada protección de los intereses de sus representados. No obstante, el emisor deberá informarle de toda situación que pueda significar el incumplimiento de las condiciones previstas en el contrato de emisión. Si bien no se estipula un plazo perentorio para tal efecto, la ley señala que debería realizarse, y cito textualmente, “tan pronto como ello ocurra”.

Entre los requisitos que debe cumplir el representante de los obligacionistas constan: ser persona jurídica que tenga en su objeto social, la capacidad para actuar con esta calidad. No podrá mantener ningún tipo de vínculo con la

emisora, el asesor, agente pagador, garante, ni compañías relacionadas por gestión, propiedad o administración del emisor.

2.2 Marco regulatorio

Se debe señalar que existen resoluciones que fueron emitidas en su momento por el Consejo Nacional de Valores y otras que han sido promulgadas y enmendadas por la Junta de Regulación de Política Monetaria y Financiera. Adicionalmente, el artículo 43 de la LMV faculta a las bolsas de valores para que puedan autorregularse.

Es por ello que es necesario detallar todas las regulaciones vigentes que tienen implicación directa en una emisión de obligaciones. De esta forma se podrán establecer y determinar aquellas disposiciones que al día de hoy se vuelven irrelevantes, así como aquellas que requieren ser actualizadas para estar más a tono con la dinámica actual.

2.2.1 Resoluciones de la Junta de Regulación de Política Monetaria y Financiera

Respecto de las normas secundarias promulgadas por el ente de control, es decir la Junta de Regulación de Política Monetaria y Financiera (y en su momento del Consejo Nacional de Valores), que regulan a las obligaciones podemos citar las siguientes:

2.2.1.1 Reglamento para la Emisión de Obligaciones y Papel Comercial

Mediante Resolución del Consejo Nacional de Valores N°10, publicada en el Registro Oficial 666 del 19 de septiembre de 2002 se expidió el “Reglamento para la Emisión de Obligaciones y Papel Comercial”. En esta normativa determina cuales son los requisitos formales y materiales que deben cumplir los emisores que busquen colocar obligaciones en el mercado de valores.

Se establece en su artículo 17 que “el monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del ochenta por ciento del total de activos libres de todo gravamen. Para este efecto, no se considerarán los activos

diferidos". Es importante tener en cuenta además que, para el cálculo del porcentaje antes señalado, se deberá considerar el monto pendiente de colocación de cada emisión de obligaciones que se encuentre en circulación. En ese sentido, se exceptúan para el cálculo del monto no redimido o pendiente, las obligaciones en circulación con garantía específica constituida con los activos del emisor.

En cuanto a las emisiones con garantía específica, el Reglamento establece que podrán considerarse como garantías a las prendas, hipotecas, avales, fianzas, cartas de crédito "stand by", pólizas de seguro, certificados de depósito de mercaderías de fácil realización, fideicomisos mercantiles de garantía o aquellos de administración que constituyan fuente de pago (Art. 18).

Esta garantía específica debe ser otorgada a favor del representante de los obligacionistas, quien deberá velar por el mantenimiento de esta durante el plazo de vigencia de la emisión. En caso de existir algún cambio o deterioro en el activo dado en garantía, el representante deberá gestionar la sustitución de la garantía específica.

Entre los aspectos más relevantes que contiene este Reglamento, consta la posibilidad de que puedan realizarse emisiones en otras divisas distintas al dólar de los Estados Unidos de América. Posibilidad que todavía no ha sido explotada por ningún emisor, pero que permitiría fondear operaciones de emisores locales que mantienen en otros países.

2.2.1.2 Oferta pública de obligaciones de largo plazo

En relación con la normativa señalada respecto del proceso de emisión de obligaciones, analizaremos en esta sección aquellas disposiciones que son aplicables para la oferta pública de obligaciones de largo plazo:

2.2.1.3 Resguardos

Se establece que mientras se encuentren en circulación obligaciones, el máximo órgano de gobierno del emisor, mediante resolución deberá determinar al menos una de las siguientes medidas que sean cuantificables:

1. Los activos reales sobre el total de los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1). Entendiéndose como activos reales a aquellos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo;
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora;
3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

A fin de clarificar estas disposiciones, desarrollaremos varios ejemplos prácticos:

- a) El emisor tiene USD1.000.000 en activos intangibles (marcas), USD 4.000.000 en planta y equipos (libres de gravámenes), USD 5.000.000 en cuentas por cobrar y tiene pasivos totales (corriente y no corriente) por el monto de USD 6.000.000. Por lo tanto, este índice es igual a 1.66
- b) El mismo emisor tiene activos depurados por USD 5.000.000 (sin contar a cuentas por cobrar) y mantiene USD 1.200.000 en obligaciones en circulación, por lo que la razón es de 4.16

Respecto del concepto de activos depurados, la resolución establece que (Art. 11):

“Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias”.

Es decir, activo depurado serán los activos del emisor después de eliminar las cuentas por cobrar con partes relacionadas, los contingentes, activos en litigio y aquellos que se encuentren actualmente gravados. En caso de que exista incumplimiento de cualquiera de estos resguardos, será procedente declarar de plazo vencido a la emisión.

2.2.1.4 Contenido del prospecto

Centraremos nuestro análisis en la información financiera que debe contener el prospecto de oferta pública de obligaciones de largo plazo (Art. 12):

“a. Se proporcionará la siguiente información financiera comparativa de los últimos tres ejercicios económicos, o desde su constitución si su antigüedad fuere menor y con una vigencia de un mes anterior a la fecha de presentación del trámite a la institución. Si el emisor presentare la información financiera para el trámite de aprobación dentro de los primeros quince días del mes, será necesario únicamente que el corte de dicha información tenga como base el último día del mes considerando dos meses inmediatamente anteriores; pero, si la información financiera fuere presentada a partir del primer día hábil luego de transcurridos los primeros quince días del mes, la obligatoriedad en el corte de dicha información tendrá como base el último día del mes inmediatamente anterior:”

La información financiera deberá estar actualizada con al menos un mes antes de la fecha de presentación del trámite a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

“b. Los estados financieros auditados con las notas.”

Se deberán presentar los estados financieros debidamente auditados, siguiendo el procedimiento descrito anteriormente.

“c. Análisis horizontal y vertical de los estados financieros señalados anteriormente y, al menos los siguientes indicadores:”

Los indicadores que se establecen en la regulación guardan relación con:

1. Liquidez, pudiendo ser aplicables los índices de liquidez tales como fondo de maniobra ($\text{Activo Corriente} - \text{Pasivo Corriente}$), prueba ácida ($(\text{Activo Corriente} - \text{Inventario}) / \text{Pasivo Corriente}$), EBITDA o Beneficio antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones;
2. Razón corriente ($\text{Activo Corriente} / \text{Pasivo Corriente}$). Adicionalmente, se podrá incluir índices relacionados con: a. Rotación de cuentas por cobrar ($\text{Promedio cuentas por cobrar} * 360 / \text{Ventas a Crédito}$); b. Endeudamiento, por ejemplo, el índice de endeudamiento ($\text{Total Pasivos} / \text{Patrimonio Neto}$); c. Rentabilidad, que puede medirse ya se por el activo, rentabilidad neta ($\text{Beneficio Neto} / \text{Activo Total}$), por el patrimonio ($\text{Beneficio Operacional} / \text{Patrimonio}$); d. Margen de utilidad sobre ventas ($\text{Utilidad después de Impuestos} / \text{Ventas}$).
3. Utilidad por acción ($\text{Utilidad Neta} / \text{Número de Acciones en circulación}$).
4. Volumen de ventas en unidades físicas, en caso de que el emisor comercialice bienes.
5. Costos fijos y variables, procurando identificar de forma clara y precisa cada uno de dichos costos.
6. Detalle de las principales inversiones, que ha realizado hasta el momento, a fin de identificar aquellas que podrían ser excluidas del cálculo de los activos para el monto de la emisión.
7. Detalle de las contingencias en las cuales el emisor sea garante o fiador de obligaciones de terceros, con la indicación del deudor y el tipo de vinculación, de ser el caso.

Por último, se establece la obligación de presentar información relacionada con:

“d. Estado de resultados, estado de flujo de efectivo, y de flujo de caja trimestrales proyectados, al menos, para el plazo de la vigencia de la emisión.”

Si bien estas proyecciones están basadas en los supuestos contemplados al momento de la emisión, bien podrían ser revisados y ajustados con cierta periodicidad, a fin de confirmar su vigencia y utilidad a lo largo de la emisión.

2.2.1.5 Inscripción de la emisión

Una vez aprobada la emisión por parte del máximo órgano de gobierno del emisor, deberá ser inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores a cargo de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (Art. 22).

Sin embargo, se debe hacer notar que de acuerdo con el artículo 15 de la LMV, existe una exclusión de responsabilidad aplicable al órgano de control, puesto que la aprobación del prospecto “no implica recomendación alguna para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre su precio, la solvencia de la entidad emisora, el riesgo o rentabilidad de la emisión”.

2.2.1.6 Mantenimiento de la emisión

A fin de mantener la inscripción de los títulos valores, el emisor deberá enviar la información que se describe a continuación (Art. 23):

1. En forma trimestral:

- a. Fecha de colocación, monto colocado, precio, y clase de las obligaciones, mientras esté vigente la autorización de oferta pública.
- b. Monto de las obligaciones en circulación.
- c. Reporte de la amortización de capital e intereses.
- d. Detalle de Activos depurados

Esta información debe presentarse a través de los medios tecnológicos que establezca la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros dentro de los quince días del mes inmediato posterior al cierre del trimestre.

2. En forma semestral hasta el día 30 del mes siguiente al cierre del respectivo semestre:

Publicación de sus estados financieros condensados en la página web de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Respecto de esta obligación, cabe cuestionarse hasta qué punto es útil la presentación de los estados financieros de forma semestral, si el órgano de control no realiza ninguna gestión relacionada con el monitoreo y vigilancia en caso de que se pueda identificar un deterioro en la situación financiera.

2.2.2 Reglamentos de Bolsas de Valores

Esta atribución incluye la capacidad para emitir sus reglamentos y demás normas internas, así como para ejercer el control de sus miembros e imponer las sanciones dentro del ámbito de su competencia.

Adicionalmente, la autorregulación contemplará al menos las normas de ética, disciplina, autocontrol, vigilancia, Asimismo, se establece que cualquier incumplimiento a estas normas deberá ser sancionada por el órgano competente de cada bolsa de valores, sin perjuicio de la sanción que eventualmente dispusiere la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros como órgano de control.

Esta atribución incluye además el ejercicio de las siguientes facultades (Art. 1, Resolución):

1. Facultad normativa: Comprende la expedición de normas internas que aseguren el correcto funcionamiento de las actividades que realizan los sujetos autorregulados y de la actuación de la propia entidad autorreguladora conforme a la Ley de Mercado de Valores y a las resoluciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera;
2. Facultad de supervisión: Implica la vigilancia y control de las actividades y operaciones de los sujetos autorregulados conforme a la Ley de Mercado de Valores y a las resoluciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera;

3. Facultad sancionadora: Comprende la aplicación de sanciones a los sujetos autorregulados, por trasgresiones a las normas de autorregulación.

A pesar de que existen dos bolsas de valores en Ecuador, sus reglamentos internos son muy parecidos en cuanto al alcance y disposiciones que han previsto.

2.2.3 Norma procedimiento sancionador en el ámbito del mercado de valores

Por último, vale mencionar que mediante resolución 0039-2018 publicada en el Registro Oficial 387 del 13 de diciembre de 2018, entró en vigencia la “Norma para la aplicación de las actuaciones previas y el procedimiento administrativo sancionador por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en el ámbito del mercado de valores”.

Al respecto, podemos mencionar que esta norma si bien establece un procedimiento sancionador, no prevé de forma clara ningún como se realizará la vigilancia y monitoreo permanente a los emisores o los títulos que se encuentran negociando en el mercado de valores. Tan solo se refiere de forma muy somera a la posibilidad de llevar a cabo actuaciones previas, con el fin de (Art. 16):

“(…) investigar, averiguar e inspeccionar las actividades de las personas que participan de manera directa o indirecta en el mercado de valores y de aquellas que sin participar en dicho mercado, pudieren haber incurrido en hechos o actuaciones que serían constitutivos de infracción administrativa, para establecer su presunta responsabilidad, de ser el caso”.

En ese mismo sentido, se prevé además la posibilidad de que el órgano de control pueda llevar a cabo acciones de control con el fin de (Art. 18):

“determinar los hechos que hagan presumir la comisión de posibles infracciones administrativas, susceptibles de motivar el inicio del procedimiento administrativo sancionador, la identificación de la persona

o personas que pueden resultar presuntos responsables y las circunstancias relevantes de los mismos, con la práctica de actividades de inspección, investigación, supervisión, verificación, auditoría o intervención, que sirvan de elementos de convicción para establecer la existencia o no de posibles infracciones”.

Esto evidencia la falta de capacidad operativa que mantiene en la práctica el órgano de control, al no contar con mecanismos claros de vigilancia y supervisión del mercado de valores y sus actores. Es por ello que se torna imperativo el adoptar medidas que faciliten la capacidad de vigilancia y supervisión de forma mucho más eficiente, sin tener que activar procedimientos administrativos engorrosos que podrían no ser oportunos en caso de existir un evento de cesación de pagos.

2.2.4 Hechos relevantes

El artículo 25 de la LMV establece que las entidades registradas deberán divulgar en forma veraz, completa, suficiente y oportuna todo hecho o información relevante respecto de ellas, que pudieren afectar positiva o negativamente su situación jurídica, económica o su posición financiera o la de sus valores en el mercado, cuando éstos se encuentren inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores.

Se entiende por hecho relevante “todo aquél que por su importancia afecte a un emisor o a sus empresas vinculadas, de forma tal que influya o pueda influir en la decisión de invertir en valores emitidos por él o que pueda alterar el precio de sus valores en el mercado” (Art. 25).

2.2.5 Suspensión

La LMV prevé la figura de suspensión de la inscripción de los participantes o valores sujetos a inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores cuando se configuran algunas de las siguientes causales (Art. 22, LMV):

1. Por causas supervinientes a un participante, valor, acto o contrato, objeto de registro, se le imposibilitare temporalmente cumplir la función que le corresponde;
2. Dejare de cumplir con uno o varios de los requisitos para la inscripción;
3. A juicio de la Junta de Regulación así lo requiera la protección de los derechos o intereses de los inversionistas, de terceros o del público en general; y,
4. Por causa de incumplimiento de esta Ley, sus normas complementarias y de autorregulación y demás normas que expida la Junta de Regulación

De acuerdo con la codificación de resoluciones, la suspensión no puede ser superior a treinta días. Sin embargo, en caso de persistir las causales que motivaron la suspensión, esta podrá ser prorrogada hasta cumplir un plazo máximo de ciento ochenta días. (Art. 10, Resolución).

La suspensión de la inscripción implica la prohibición temporal para que los participantes y valores objeto del registro puedan participar en el mercado, es decir, no se pueden transar los títulos valores del emisor, ni este puede actuar en el mercado (Art. 12, Resolución)

2.2.6 Cancelación

En línea con lo anterior, la LMV también incluye la figura de la cancelación de la inscripción de un participante o un valor en el Catastro Público del Mercado de Valores, bajo dos escenarios (Art. 23, LMV):

1. Voluntaria: cuando la solicitare el emisor de conformidad con las normas que expida la Junta de Regulación; o,
2. De oficio: cuando por resolución fundamentada de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se determine como una de las causales que:
 - a) La inscripción fue obtenida no ajustándose a los requisitos o procedimientos establecidos en esta Ley;

- b) Existen causas supervinientes a un participante, valor, acto o contrato, objeto de registro, que le imposibilitare definitivamente la función que le corresponde cumplir;
- c) Con ocasión de su oferta en el mercado y durante la vigencia de la emisión, el emisor entregare a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros y a las bolsas de valores o difundiere al público en general, información o antecedentes incompletos o confusos;
- d) El valor no mantenga los requisitos que hicieron posible su inscripción;
- e) Se hubieren extinguido los derechos conferidos por el valor; y,
- f) Se hubiere incumplido reiteradamente disposiciones de esta Ley, sus normas complementarias y de autorregulación, que fueren objeto de sanciones administrativas.

Adicionalmente, en caso de que no hayan sido subsanadas las causales que motivaron la suspensión de la inscripción en el plazo prorrogado de ciento ochenta días, el órgano de control podrá cancelar la inscripción, sin perjuicio de resolver la intervención o disolución de la compañía.

Por su parte, la cancelación de la inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores implica la cancelación automática de la inscripción de los respectivos participantes y valores en las bolsas de valores. Lo que significa que los títulos valores son retirados del mercado y el emisor está prohibido de llevar a cabo algún tipo de acciones.

Se debe tener en cuenta además que la cancelación definitiva de un participante que se encuentre bajo control de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, implicará la imposibilidad física de cumplir su objeto social y, por tanto, incurrirá en causal de disolución. Esto provoca además que al verse inmerso el emisor en una disolución de su personería jurídica, no pueda llevar a cabo actividades de su giro del negocio, por lo que no podría seguir operando ni generando ingresos.

Esto significa que cualquier planificación o proyección de flujos que haya sido establecida deja de ser útil. Si recordamos que una emisión de obligaciones está garantizada principalmente en los estados financieros de la empresa (garantía general), entonces nos encontramos con un problema en la práctica cuando dichos activos que deben ser liquidados no son suficientes para cancelar todas las deudas, ni obligaciones económicas que el emisor puede mantener con el fisco, sus trabajadores, acreedores y obligacionistas.

Por lo tanto, la decisión de cancelar a un emisor en el mercado de valores debería ser una medida de última ratio, a fin de evitar que con esta decisión del órgano de control, la situación financiera del emisor empeore y por efecto de esta decisión, terceros se vean más afectados.

3. CAPÍTULO III. ANÁLISIS COMPARATIVO

En este capítulo analizaremos cuáles han sido las medidas regulatorias que han sido adoptadas en los principales mercados de valores del mundo, como son la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE por sus siglas en inglés); así como en la Bolsa de Valores de Londres (LSE por sus siglas en inglés).

El propósito será identificar aquellos mecanismos de supervisión y vigilancia que permiten realizar un adecuado monitoreo del mercado por parte de distintos actores, así como por parte de las entidades reguladoras.

3.1 Bolsa de Valores de Nueva York

Fundada en el año de 1792 como New York Stock & Exchange Board (NYS&EB). Es la bolsa de valores más grande y antigua del mundo (New York Stock Exchange, 2020). Aquí se tranzan diversos tipos de títulos valores, tales como acciones, derivados financieros y bonos corporativos (el equivalente a las obligaciones de nuestra legislación), siendo uno de los principales centros financieros del mundo.

El volumen actual de bonos corporativos que se comercializaba en el NYSE a finales del año 2019 supera los USD\$7 trillones de dólares de los Estados Unidos de América. De los cuales al menos USD\$3.7 trillones corresponde a la categoría más baja de bonos corporativos de grado de inversión (BBB):

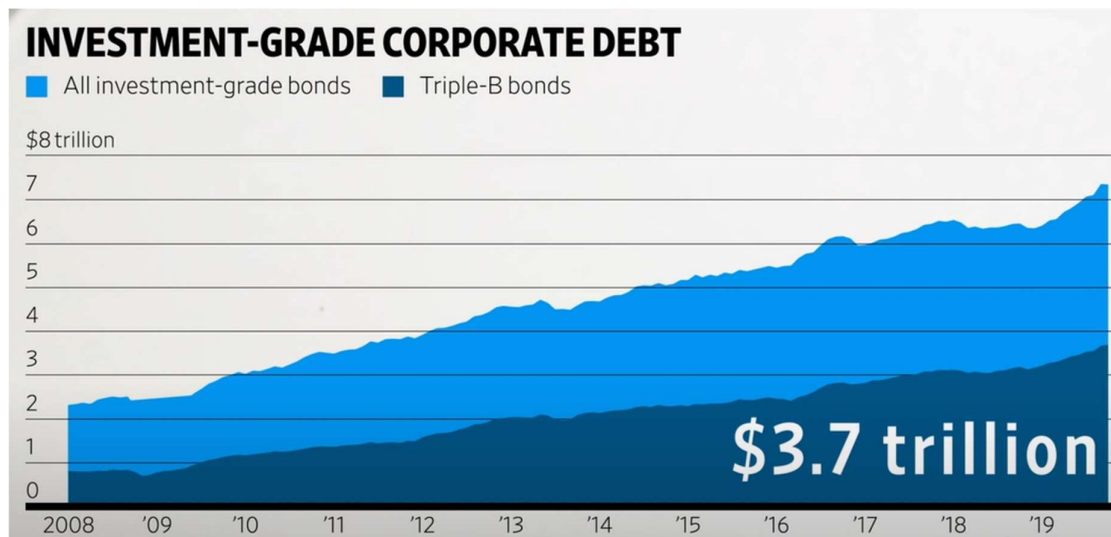


Figura 1 Cuadro de bonos corporativos año 2019 – NYSE

Tomado de Intercontinental Exchange.

Las agencias de calificación de riesgo asignan una categoría de acuerdo a la evaluación que realizan tanto del emisor como del bono. Estas calificaciones crediticias son revisadas de forma periódica y pueden ser modificadas si las condiciones del emisor o del mercado cambian.

En general existen dos grandes calificaciones crediticias, grado de inversión (mayor a BBB) y grado de bono especulativo (menor de BB). A menor calificación crediticia, mayor será el rendimiento que pague el emisor al inversionista, a fin de compensar el mayor riesgo que este asume.

Un punto importante a resaltar es el hecho que, de acuerdo a la legislación estadounidense los titulares de bonos corporativos en caso de default tienen preferencia sobre los activos y flujos del emisor por sobre los accionistas (Office of Investor, Education and Advocacy, 2019). Sin embargo, dentro de los bonos corporativos, tendrán preferencia aquellos que se encuentren garantizados además con una garantía específica (“Secured Bonds” en inglés), por encima de

aquellos bonos subordinados o sin garantía específica (“Unsecured Debentures” en inglés). Para propósitos de este trabajo, nos enfocaremos únicamente en los Unsecured Debentures.

3.1.1 Unsecured Debentures

Los Unsecured Debentures son el equivalente a las obligaciones con garantía general en nuestra legislación local. Este tipo de bonos permiten al inversionista tener derechos de cobro sobre los activos y flujos del emisor que no se encuentren garantizados con una garantía específica.

No obstante, los inversionistas tienen el mismo nivel que cualquier acreedor del emisor, tales como bancos, proveedores, clientes, entre otros; por lo que, en un proceso de default entrarán a competir sobre los activos, siendo necesario acudir a un proceso de bancarrota o quiebra administrado por una corte especializada.

3.1.2 Mecanismos de vigilancia

A fin de mitigar la posibilidad de cesación de pagos, el emisor puede otorgar resguardos (“covenants” en inglés), tales como limitar el monto de deuda que puede adquirir, o mantener ciertos índices financieros mientras la emisión está vigente. En caso de incumplir con estos covenants, automáticamente el bono entra en cesación de pagos.

Otro mecanismo que permite mantener una supervisión y monitoreo constante, tanto del bono como del emisor, es la figura del fideicomisario de bono (“Bond Trustee” en inglés). El Trustee es el encargado de vigilar que el emisor cumpla lo establecido en el contrato de emisión del bono. Puede además insistir al emisor a llevar a cabo mecanismos de subsanación que eviten una cesación de pagos. Asimismo, tiene la capacidad de actuar en representación de los inversionistas en caso de default, así como de impulsar las acciones legales que sean necesarias, de así haber sido establecidas en su contrato.

Para ser Fideicomisario debe ser una entidad especializada o la subsidiaria o filial de una institución financiera (XIE & Scheck, 2017). Aspecto bastante

relevante, puesto que en comparación a nuestra legislación donde el representante de los obligacionistas debe ser un estudio jurídico. Además, se resalta el hecho que tienen otro tipo de responsabilidades y atribuciones, que superan en gran medida la figura de una simple representación.

Por lo tanto, el rol que cumple el Fideicomisario es fundamental puesto que no solo sirve como el mejor canal de comunicación entre el emisor y los inversionistas, sino que además cumple un papel protagónico respecto del cumplimiento de la emisión, así como del monitoreo constante de la situación financiera del emisor. De esta forma se convierte en el actor más idóneo para que levante cualquier alerta en caso de que exista cualquier elemento o situación que pueda afectar de forma negativa al bono o al emisor (XIE & Scheck, 2017).

Adicionalmente, el emisor debe remitir de forma periódica información de acuerdo con los siguientes formularios que han sido diseñados por el órgano regulador (SEC):

- i) Formulario 10-Q, se entrega de forma trimestral, el cual contiene información financiera no auditada y permite tener una perspectiva respecto de la situación de la compañía durante el último trimestre (U.S. Securities and Exchange Commission, 2011);
- ii) Formulario 10-K, se entrega de forma anual, el cual contiene un detalle pormenorizado de la situación financiera, así como del negocio. Está sujeto a la solemnidad de juramento, por lo que cualquier inconsistencia o falta a la verdad puede provocar que el representante legal y el gerente financiero sean acusados de perjurio (U.S. Securities and Exchange Commission, 2009);
- iii) Formulario 8-K, se entrega dentro de un tiempo determinado (entre 4-9 días), después de que ha ocurrido un evento relevante que pueda tener o generar cualquier tipo de efecto material en el emisor (U.S. Securities and Exchange Commission, 2012).

El propósito de estos formularios es poder brindar información suficiente al mercado respecto de la situación del emisor, a fin de que cualquier inversionista esté debidamente informado y pueda tomar las mejores decisiones.

De acuerdo a la Ley aplicable, un Trustee puede declarar que se ha configurado un evento de cesación de pagos, siempre que dicha situación se enmarque específicamente en lo establecido en el contrato de emisión del bono; así como por aquella información que sea proporcionada directamente por el emisor, que pudiera generar una afectación. Por lo que, la información pública a la que tenga acceso el Trustee o los inversionistas podría no ser considerada como un elemento que configure un evento de default.

Además, ante un evento de cesación de pagos el Trustee bajo legislación americana está limitado a llevar a cabo las acciones y atribuciones expresamente previstas en el contrato de emisión de bonos, sin que pueda realizar acciones adicionales de forma discrecional. Sin embargo, esto no significa que acaecido el default su rol sea pasivo, sino más bien proactivo procurando precautelar los intereses de los inversionistas para la recuperación de valores.

Una investigación realizada por la firma Filings Experts demostró que al año 2017 aproximadamente el 96% de las emisiones de bonos en los Estados Unidos de América usaron la figura del Fideicomisario (XIE & Scheck, 2017).

Actualmente los emisores que cotizan en NYSE deben cumplir con las disposiciones previstas en las siguientes normas:

3.1.3 Ley de Títulos Valores de 1933

Se la conoce también como la "Ley de veracidad en títulos valores", fue promulgada mientras la Gran Depresión azotaba a los Estados Unidos de América. Esta ley tiene dos objetivos básicos: i) la transparencia, al exigir que los inversores reciban información financiera y otra información importante sobre los valores que se ofrecen para la venta pública; y, ii) la represión a actividades calificadas como fraudulentas, así como prohibir engaños y tergiversaciones en la venta de títulos valores.

El trasfondo de esta Ley fue la Gran Depresión que inició en el año 1929 cuando el mercado de valores colapsó. Situación que generó una afectación masiva

principalmente a inversionistas, sin embargo, tuvo repercusiones a los demás actores de la economía mundial.

Esta Ley obligaba por primera vez a que todo emisor deba registrarse y remitir información al mercado. Se crea además el concepto de prospecto, en el cual se estandariza por primera vez la información mínima que todo emisor debe proveer al mercado, lo cual permite además llevar un registro y seguimiento de dicha información (Corporate Finance Institute, 2015).

El propósito del registro es permitir a los inversores, el emitir juicios basados en la información proporcionada por el emisor, la cual es de acceso general sin ningún tipo de limitación. Un aspecto a resaltar es el hecho que, si bien la SEC exige que la información proporcionada sea precisa, no otorga ninguna garantía respecto del contenido y vigencia de la misma.

No obstante, cuando un inversor compra un título valor y sufre pérdidas, tiene derechos de reclamación que lo amparan, si puede probar que hubo una divulgación incompleta o inexacta de información revelada por el emisor.

3.1.4 Ley de Bolsas de Valores de 1934

Con esta Ley el Congreso creó la Comisión de Bolsa y Valores (U.S. Securities and Exchange Commission o SEC por sus siglas en inglés). La Ley faculta a la SEC con amplia autoridad sobre todos los aspectos del mercado de valores americano. Esto incluye el poder de registrar, regular y supervisar a todos los actores del mercado.

Esta ley también identifica y prohíbe ciertas conductas en los mercados y otorga a la SEC poderes suficientes para imponer procesos disciplinarios sobre las entidades reguladas y las personas asociadas con ellos. La Ley también faculta a la SEC para exigir informes periódicos por parte de los distintos actores del mercado, tales como los formularios 10-K, 10-Q y 8-K, que fueron anteriormente detallados.

De forma general, las empresas con más de \$ 10 millones en activos cuyas Acciones están en manos de más de 500 accionistas deben presentar dichos

informes. Estos informes están disponibles al público a través de la base de datos EDGAR (abreviación de Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval en inglés) que administra la SEC. Mediante esta plataforma todos los emisores inscritos deben remitir información al regulador. El propósito es poder brindar mayor eficiencia y transparencia a la información del mercado de valores para todos los actores (U.S. Securities and Exchange Commission, 2020).

Esta ley prohíbe en general las actividades fraudulentas de cualquier tipo en relación con la oferta, compra o venta de títulos valores. Estas disposiciones son la base de las acciones disciplinarias, incluidas las acciones contra el uso fraudulento de información privilegiada que puede llevar a cabo la SEC.

Es importante mencionar que la SEC emite alertas a los inversores que informa respecto de fraudes y estafas de inversión recientes. Es por ello que podemos señalar que existe una posición proactiva del regulador, el cual no solo se limita a recibir y consolidar información de distintos actores del mercado, sino también que juega un rol preponderante respecto de su supervisión y regulación.

3.1.5 Capítulo 11

Para muchos inversionistas lo que realmente importa es qué sucederá con una empresa que se declara en quiebra. La legislación americana permite que los emisores que se encuentren bajo estrés financiero, así como aquellos que enfrentan problemas de liquidez o solvencia, pueden considerar la protección por bancarrota del Capítulo 7 o del Capítulo 11, según sea el caso. Lo que los inversores obtienen después del proceso de bancarrota puede variar considerablemente (Martin, 2020).

Una compañía que se declara en bancarrota, según el Capítulo 11, recibe protección respecto de sus acreedores y sobre todo, obtiene un periodo de tiempo suficiente para reestructurar su balance. Una vez que se completa el proceso de bancarrota y se aprueban los planes de reestructuración en los tribunales, el emisor "emerge" como una empresa recientemente organizada y reestructurada. El emisor reestructurado generalmente está en mejor estado

financiero, usualmente con menos deuda que antes de los procedimientos de quiebra.

Solo en el año 2019 más de 6.800 compañías solicitaron protección bajo el Capítulo 11 y se espera que este año 2020 el número sea significativamente mayor. Al punto que se estima que el número de peticiones sea superior a las que se generaron durante la Gran Depresión (Walsh, 2020).

Por otra parte, el Capítulo 7 es considerado como el "último recurso". En lugar de la reestructuración, una bancarrota del Capítulo 7 significa que la corporación cesa sus operaciones y liquida sus activos.

A medida que el emisor vende sus activos, los ingresos se utilizan para pagar a sus acreedores, lo que incluye a los tenedores de bonos. Al igual que una bancarrota del Capítulo 11, los tenedores de bonos pueden tardar mucho tiempo en recibir los ingresos de una presentación del Capítulo 7.

El orden de pago puede variar dependiendo la clase y tipo de bono que el inversionista tenga, teniendo preferencia los bonos asegurados y de categoría senior, por sobre de los bonos sin garantía específica. Los tenedores de bonos corporativos sin garantía a menudo están por debajo de los impuestos gubernamentales, préstamos bancarios y otros acreedores, como empleados y proveedores. Sin embargo, están por delante de los accionistas preferidos y comunes.

3.1.6 FINRA

La Autoridad Reguladora de la Industria Financiera (Financial Industry Regulatory Authority o FINRA por sus siglas en inglés) se identifica como una organización autorreguladora (SRO por sus siglas en inglés) y agrupa a las firmas que realizan la intermediación de valores (brokers y traders). FINRA puede crear reglas que permitan establecer normas que deben seguir sus miembros y en caso de que existan conductas inapropiadas, el establecer medidas para garantizar la integridad del mercado y la protección de los inversores.

Asimismo, como una forma de otorgar mayor transparencia al mercado de bonos, FINRA implementó el Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE por sus siglas en inglés). Esta herramienta tecnológica permite tanto a emisores como inversionistas, el acceder a información relevante de bonos a fin de que puedan ser comercializados de una forma mucho más transparente en los mercados secundarios y privados (también conocidos como over-the-counter), propugnando uno de los principales principios del mercado de valores (Financial Industry Regulatory Authority, 2020)

Esto demuestra sin duda que es posible implementar desde la esfera pública, los mecanismos y herramientas suficientes para brindar una mayor y mejor información a los actores, a fin de que se pueda desarrollar el mercado secundario.

3.2 Bolsa de Valores de Londres

Ahora bien, hablaremos de la Bolsa de Valore de Londres, la cual también es una de las bolsas de valores más antiguas del mundo. Fue fundada el 03 de marzo de 1802 (London Stock Exchange, 2009). Es el principal centro financiero de Europa, puesto que existen más de 13.000 emisiones de bonos listadas, por parte de 1.179 emisores locales y extranjeros de todas partes del mundo, por un valor aproximado de \$5.3 trillones de dólares (London Stock Exchange, 2020).

Se especializa en ser uno de los principales mercados internacionales para la emisión de deuda, sea corporativa o soberana. En tal sentido, administra dos mercados de bonos cada uno con sus propias características y reglas: i) el Main Market; y, ii) International Securities Market.

3.2.1 Reglas

Las reglas que debe tener en cuenta un emisor están basadas en las directivas y regulaciones que ha emitido la Unión Europea. Esto a pesar de que el Reino Unido dejó de ser miembro activo de la Unión Europea. Sin embargo, hasta que

se emitan las regulaciones locales respectivas, estarán en vigencia las siguientes:

3.2.1.1 Directiva de Transparencia

Se aplica la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de fecha 15 de diciembre de 2004, sobre “la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado”.

Esta Directiva establece la obligatoriedad de presentación de informes financieros:

Anuales: El emisor deberá hacer público su informe financiero anual a más tardar cuatro meses después de que finalice cada ejercicio económico, y se asegurará de que se mantenga a disposición pública durante al menos cinco años (Art. 4). Este informe se compone de al menos: a) los estados financieros auditados; b) el informe de gestión; y c) declaraciones efectuadas por los administradores responsables del emisor, cuyo nombre y cargo se indicará claramente, hasta donde alcanzan sus conocimientos respecto de aspectos relevantes de la compañía.

Se debe resaltar que se requiere que el informe de gestión incluye una exposición fiel de la evolución y los resultados empresariales, de la situación real del emisor, así como una descripción de los principales riesgos e incertidumbres a que se enfrentan. Esto con el fin de brindar al inversionista cuál es la perspectiva que mantiene la administración de la compañía emisora, lo cual permite al inversionista conocer con cierta anticipación, cuáles serán las acciones que adoptará el emisor para sortearlas.

Semestrales: En cuanto a los informes financieros semestrales, se deberá informar respecto de los primeros seis meses del ejercicio económico. Al igual que el informe anual, el emisor debe poner a disposición del público la información durante al menos cinco años. Se debe incluir en este informe: a) los estados financieros; b) un informe de gestión intermedio; y, c) declaraciones efectuadas por los administradores responsables del emisor respecto de la

situación real de los activos y pasivos, de la situación financiera y de los resultados del emisor.

En este caso, el informe de gestión intermedio incluirá, al menos, una indicación de los acontecimientos importantes ocurridos durante el primer semestre del ejercicio, y su incidencia en los estados financieros resumidos, junto con una descripción de los principales riesgos e incertidumbres para el semestre restante del ejercicio (Artículo 5, numeral 4).

3.2.1.2 Directiva de Prospecto

La Directiva 2003/71/CE sobre “el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores”, clasifica a los títulos valores que pueden cotizar en bolsa de valores en dos grandes grupos: valores participativos (como las acciones) y no participativos. Siendo estos últimos en los cuales se enmarcan los títulos de deuda, como los bonos.

Se establece que el folleto incluya una certificación en la cual el responsable declare en su leal saber y entender, que los datos contenidos se encuentran conformes a la realidad y no se ha omitido ningún hecho que por su naturaleza pueda alterar su alcance (Artículo 6, numeral 1). De esta forma se otorga una garantía respecto de la situación real del emisor, la cual permite a los inversionistas tener certeza de la situación real de la compañía al momento de la emisión.

En caso de que exista información que sea engañosa, inexacta o incoherente en el folleto, el responsable puede ser sujeto de responsabilidad de índole civil. Lo que obliga a que la información que se consigne sea verídica, puesto que el regulador puede llevar a cabo acciones sancionatorias en contra de los responsables

3.2.1.3 Capítulo 17 FCA

La Autoridad de Conducta Financiera (en inglés Financial Conduct Authority o FCA) emitió las Normas de Cotización (en inglés Listing Rules) que los emisores deben considerar previo a cotizar los títulos valores en la Bolsa de Valores de

Londres. En relación a los valores de contenido crediticio, corresponden las disposiciones establecidas en el Capítulo 17.

Respecto de la información financiera que deben remitir los emisores, llama la atención la disposición que establece que, si la información no otorga una visión veraz y adecuada de los activos y pasivos, así como de la posición financiera respecto de las pérdidas o ganancias, la FCA podrá requerir información adicional que considere necesaria (Sección 17.3.5, apartado 2).

Esta capacidad para requerir información adicional que a criterio del regulador se necesaria, otorga una facultad proactiva al permitir llevar a cabo acciones que permitan esclarecer la situación financiera del emisor, procurando adelantarse a situaciones en las que las finanzas se deterioren y generen afectaciones a los actores del mercado.

Otro punto a resaltar es el relacionado con aquellas garantías que son otorgadas por un tercero y que son aplicables a las deudas con colateral. Se obliga a que la compañía garante también remita información financiera y contable, a fin de determinar la vigencia de la garantía y se pueda advertir oportunamente cualquier situación que pueda afectar a dicha garantía (Sección 17.4.7).

3.2.2 Default

Cuando un emisor entra en default, el LSE establece varias acciones con el fin de informar debidamente al mercado respecto de la situación actual, así como de los siguientes pasos. Esto con el propósito de que los inversionistas puedan ejercer sus derechos oportunamente.

Establece además un proceso de cuatro fases que incluye:

Fase 1, Declaración: El LSE declara que el emisor ha entrado en cesación de pagos, para lo cual se detiene la comercialización de los títulos valores que se encuentren en el mercado. Adicionalmente, solicita a todos los inversionistas a que proporcionen información relacionada con los instrumentos en los que hayan invertido.

Fase 2, recopilación de datos y conciliación de los contratos: Con la información proporcionada por los inversionistas se realiza un cruce con la información de los registros del LSE, a fin de determinar que todos los títulos hayan sido identificados, a fin de que no existan inversionistas que queden fuera.

Fase 3, emisión de instrucciones de liquidación para los contratos: Una vez identificados a los inversionistas, se permite al emisor a que proporcione información adicional respecto de su real situación financiera, a fin de que puedan alcanzar acuerdos respecto de las obligaciones económicas pendientes.

Fase 4, liquidación de contratos: Bajo la supervisión del LSE se procede a la liquidación de los activos del emisor, procurando que se cancelen las obligaciones garantizadas en primer lugar, hasta las deudas sin colateral. Todo esto a través de un proceso público y transparente.

Adicionalmente, los emisores de bonos en el LSE deben tener en consideración las siguientes normas legales:

3.2.3 Trustee Act 1925 - 2000

La ley inglesa fue la primera en adoptar la figura del Fideicomisario, que sería adoptada posteriormente por Estados Unidos de América. Al igual que en el caso de EE.UU., el emisor y el Fideicomisario celebran un fideicomiso bajo el cual se emiten los bonos. El Fideicomisario actúa en representación de los inversionistas y establece además los derechos, obligaciones, facultades y atribuciones en relación a la emisión. Por su parte, el emisor emite los covenants exclusivamente al Fideicomisario, mientras que el Fideicomisario mantiene estos covenants para beneficio de los inversionistas.

De esta forma se evita que existan actuaciones individuales de cada inversionista frente al emisor. Esto es conveniente desde la perspectiva de administración de la relación comercial que existe entre el emisor y cada uno de los inversionistas, puesto que evita incurrir en costos administrativos que significaría lidiar con cada uno de ellos.

En cuanto a las atribuciones y discrecionalidad que se otorga al Trustee bajo la Ley inglesa es mayor en comparación a aquellas que se otorgan bajo Ley de Estados Unidos, puesto que permite actuar al Trustee, aun cuando no haya recibido la autorización de los inversionistas, en caso de que identifique que existan incumplimientos por parte del emisor.

Sin embargo, al igual que en el caso de Estados Unidos, el Trustee tiene la capacidad legal suficiente para declarar un evento de cesación de pagos, lo cual provoca que de forma automática los bonos se declaren de plazo vencido y sean ejecutables. Esta facultad permite que el Trustee actúe de forma inmediata y oportuna, evitando que sea retrasada por la falta de convención por parte de los inversionistas.

Esta atribución está basada en el principio jurídico del “Deber de cuidado”, el cual puede ser definido como la aplicación de “habilidades y cuidados razonables de acuerdo a las circunstancias” (XIE & Scheck, 2017).

3.2.4 Ley de Servicios y Mercados Financieros

Es la ley que regula al sector financiero y de mercado de valores en el Reino Unido. Se considera una ley pionera en la inclusión de aspectos de compliance (cumplimiento normativo), que buscan proteger a los consumidores y actores de abusos de mercado que puedan suscitarse. Se crea además por primera vez la figura de los oficiales de cumplimiento, que son los encargados de vigilar y supervisar el acatamiento de las disposiciones legales.

Asimismo, establece un régimen sancionador en caso de que se configuren las conductas tipificadas, procurando no solo sancionar las actuaciones, sino también resarcir los daños o efectos negativos que pudieren haber generado. Se establece además reglas respecto de buen gobierno corporativo que los emisores deben implementar o comprometerse a hacerlo.

3.2.5 Autoridad de Conducta Financiera

Con la promulgación de la Ley de Servicios y Mercados Financieros se crea la Autoridad de Conducta Financiera (FCA por su abreviación en inglés) como entidad reguladora de los mercados financieros del Reino Unido, cuyos objetivos son: la protección del consumidor, la integridad del mercado, así como la protección a la competencia. Su ámbito de acción es amplio, puesto que regula tanto a instituciones financieras como a actores del mercado de valores.

Al igual que la SEC cumple un doble rol, puesto que está facultado para emitir normativa secundaria aplicable a los emisores y títulos valores, así como para llevar a cabo procesos de supervisión, vigilancia y control.

Por lo tanto, podemos resumir las similitudes y diferencias entre los distintos aspectos regulatorios previstos en los mercados de valores internacionales, en comparación con el mercado local, el cual puede revisarse en el Anexo 1, cuadro comparativo.

4. CAPITULO IV, CASO DE ESTUDIO

En capítulos anteriores hemos analizado el marco regulatorio en Ecuador, así como las regulaciones de los principales centros financieros del mundo, como son Nueva York y Londres. Ahora revisaremos los elementos particulares del caso de estudio, relacionado con la compañía ATU ARTICULOS DE ACERO S.A.

4.1 Historia de la empresa

La compañía fue constituida bajo la denominación THE ROTHSCHILD METAL WORKS en el año 1941. Cambió su denominación a ATU ARTICULOS DE ACERO S.A. en el año 1948 (Analytica Securities C.A. Casa de Valores, 2018).

La compañía fue inscrita como emisor del mercado de valores desde el año 2013 y tuvo cuatro emisiones de obligaciones hasta el año 2018.

Se convirtió en una empresa referente en la fabricación de muebles de oficina, muebles del hogar, línea educativa, exhibidores comerciales, línea hospitalaria y muebles de armado rápido. Contaba con varias oficinas y showrooms a nivel local y de Latinoamérica (Analytica Securities C.A. Casa de Valores, 2018). Respecto del mercado de muebles de oficinas, en el año 2017 ocupó el primer lugar con el 29% del total de ventas:

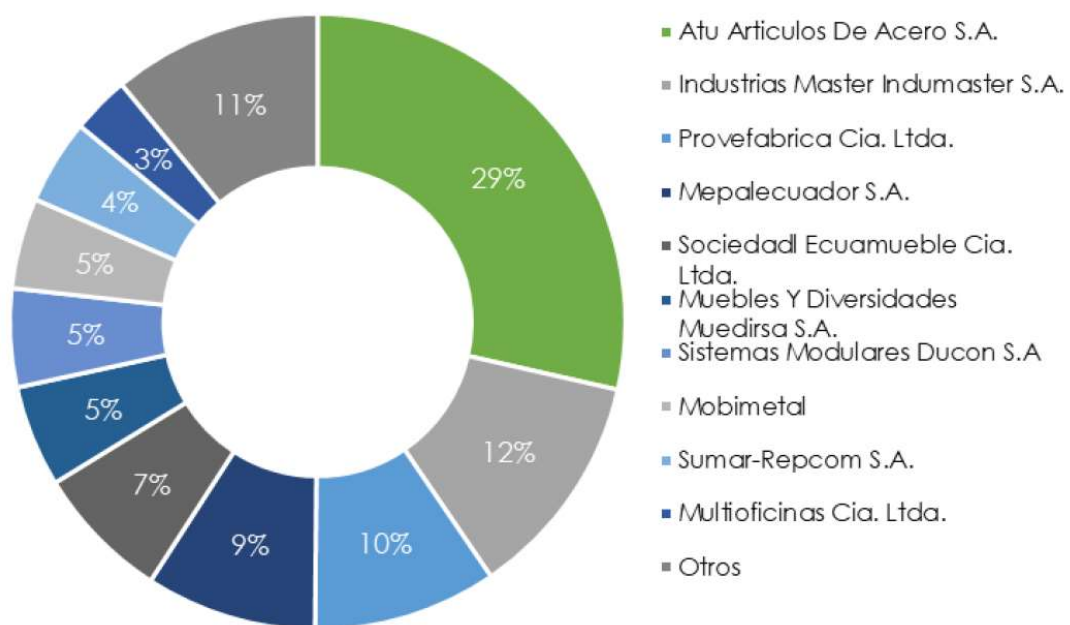


Figura 2 Participación de mercado: oficinas

Tomado de Analytica Securities C.A.

Mientras que, en el mercado de muebles de hogar en el año 2016, ATU ocupó el cuarto lugar con una participación del 9%:

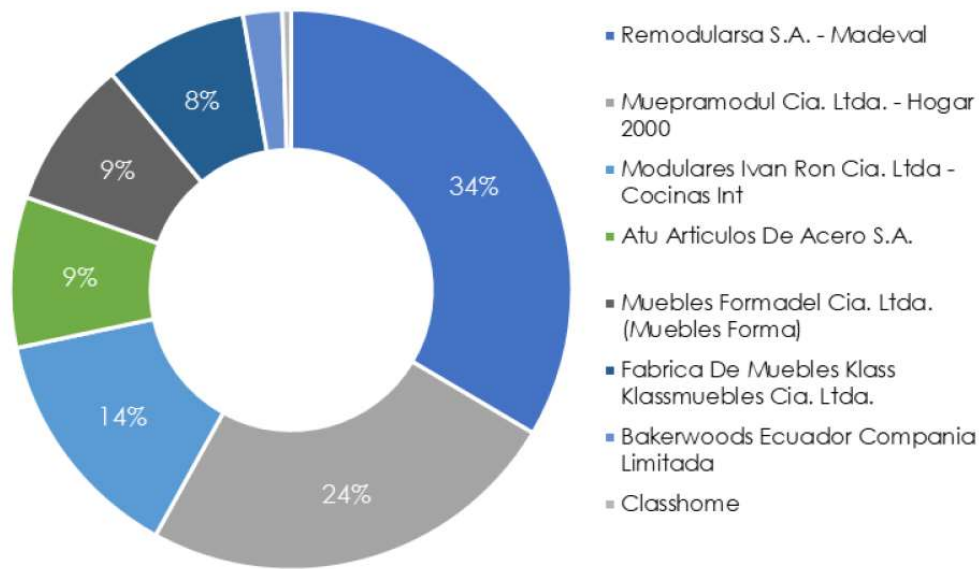


Figura 3 Participación de mercado: hogar

Tomado de Analytica Securities C.A.

En el año 2017 se llevó a cabo la adquisición del 100% de participaciones de las compañías MUEPRAMODUL CIA. LTDA. y AMBIENTES HOGAR 2000 CIA. LTDA. Distintos actores del mercado celebraban la adquisición de estas compañías por parte de ATU, puesto que esta operación representaba la industria de muebles modulares más importante del país, con la mayor capacidad de producción, instalación e innovación. (Revista Clave!, 2018)

En ese mismo año, ATU concluye el proyecto de amoblamiento más grande que haya realizado, en la Plataforma Gubernamental del Sector Financiero, ubicado al norte de la ciudad de Quito (Pareja, Informe de Gerencia General a la Junta General de Accionistas sobre el Ejercicio Economico 2017, 2018). A pesar de haber alcanzado su proyecto más grande hasta la fecha, ya para finales del año 2017 se preveía una disminución considerable en las ventas.

De forma errónea, el gerente de ATU trataba de minimizar esta situación alegando que la “disminución en ventas fue compensada con la adquisición de Hogar 2000 cuya venta alcanzó \$4.9MM, con lo cual la venta consolidada alcanzó \$19.5MM” (Pareja, Informe de Gerencia General a la Junta General de Accionistas sobre el Ejercicio Economico 2017, 2018). La supuesta

consolidación de ventas de las empresas en las que ATU era accionista no era correcto, puesto que cada compañía actuaba como una entidad individual e independiente, con su propia estructura de costos y gastos, y no como una línea de negocio propia de ATU. Por lo que, el agrupar las ventas de cada una de las compañías distorsionaba de forma artificial la situación financiera de ATU y la percepción que buscaba vender a sus accionistas.

4.1.1 AMBIENTES HOGAR 2000 CIA. LTDA.

Con la adquisición de Hogar 2000, ATU incursiona de una forma mucho más agresiva en el mercado de muebles para hogar, un sector que no era su especialidad. Sin embargo, un aspecto que llama la atención era la situación financiera por la que estaba atravesando Hogar 2000 al final del año 2016, la cual se agudizó durante el año 2017.

Es importante resaltar el hecho que la firma auditora externa Moore Stephens emitió su informe correspondiente al ejercicio económico 2017 recién el 29 de octubre de 2018, esto es casi con un año de retraso.

Entre los aspectos más relevantes relacionados con la situación financiera al 31 de diciembre de 2017 que podemos comentar constan: pérdidas acumuladas por el valor de (USD1.393.276,00), patrimonio negativo de (USD716.011,00) y un déficit en el capital de trabajo por (USD1.357.129,00), en el que se incluyen deudas con el Servicio de Rentas Internas y el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (Castellanos, Informe de Auditoría Externa de Ambiente Hogar 2000 Cia. Ltda., 2018).

Esto quiere decir que ATU adquirió a una empresa cuya situación financiera era calamitosa, puesto que dependía de sus accionistas para poder sobrellevar su operación diaria, debido a que sus requerimientos de capital de trabajo eran superiores a sus ingresos. Aún peor, es el hecho que ATU también requería financiar su capital de trabajo de manera permanente, por lo que asumió una obligación adicional que se hizo insostenible en el muy corto plazo, debido a las limitaciones de liquidez y de acceso a fuentes de financiamiento.

4.1.2 MUEPRAMODUL CIA. LTDA.

Tal como consta del gráfico sobre la participación de mercado de muebles de hogar, MUEPRAMODUL CIA. LTDA., ocupaba el segundo lugar con una cuota de mercado de 24% con relación a las ventas. Sin embargo, era una compañía que al 31 de diciembre de 2016 había reportado una pérdida de (USD 350.794,00).

Al igual que Hogar 2000, la firma de auditoría externa Moore Stephens emitió su informe correspondiente al ejercicio económico 2017 recién el 29 de octubre de 2018, esto es casi con un año de retraso.

Entre los aspectos más relevantes relacionados con la situación financiera al 31 de diciembre de 2017 que podemos comentar constan: pérdidas acumuladas por el valor de (USD2.690.860,00), patrimonio negativo de (USD1.494.273,00) y un déficit en el capital de trabajo por (USD1.503.723,00), en el que se incluyen deudas con el Servicio de Rentas Internas y el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (Castellanos, Informe de los Auditoría Externa de Muepramodul Cia. Ltda., 2018).

Era evidente que estas compañías estaban destinadas a ser disueltas, puesto que habían acumulado pérdidas por más del 60% del capital suscrito y el total de las reservas, lo cual provocaba la disolución de pleno derecho. Si se consideran las pérdidas acumuladas de ambas empresas, Hogar 2000 y Muepramodul, ATU requería inyectar al menos USD4.084.136,00 en efectivo para subsanar la causal de disolución de las compañías, puesto que debía aumentar el capital social de cada una de las compañías para asumir las pérdidas, de conformidad con lo establecido en el artículo 414.1 de la Ley de Compañía. Este monto no considera las necesidades de financiamiento para capital de trabajo que requería para su operación.

Esta ingente cantidad de recursos dinerarios que debían ser provistos a las compañías obligaban a que ATU busque fuentes de financiamiento para mantener su operación. Tal es así que en el año 2017 y 2018 se estructuraron emisiones de obligaciones para poder financiarla.

4.1.3 III Emisión de obligaciones

La III emisión de obligaciones fue aprobada por la Superintendencia de Compañías el 09 de junio de 2017. El monto de la emisión era de USD 3 millones de Dólares de los Estados Unidos de América. El plazo era de 1260 días, con una tasa de interés de 8.50% fija anual, con la siguiente amortización: 3 pagos semestrales de capital e interés a partir de la colocación y 8 pagos trimestrales de capital e interés a partir del último pago semestral. La garantía era general.

La empresa calificadora de riesgos fue CLASS INTERNATIONAL RATING, quien otorgó una calificación de riesgo: AA. El representante de los obligacionistas designado fue la compañía GBHOLDERS CIA. LTDA. La III emisión de obligaciones se colocó en el mercado en el año 2017 y estaba destinada a reestructurar deuda a corto plazo, mejorar el capital de trabajo y la inversión (Pareja, Informe de Gerencia General a la Junta General de Accionistas sobre el Ejercicio Economico 2017, 2018).

Del contenido del prospecto de oferta pública correspondiente a la III emisión de obligaciones podemos resaltar los siguientes aspectos de la situación financiera de la compañía a marzo del año 2017 y que fueron anualizados en base a los montos acumulados: Las razones de liquidez, como la prueba ácida fue de 0.8, la cual muestra un deterioro en comparación al año 2016 que fue de 1.0. En cuanto al capital de trabajo, a finales de 2016 fue USD 3.3 millones hasta los USD 3.4 en el año 2017, lo que indicaba una mayor cantidad de recursos para poder llevar a cabo su operación.

Respecto de las medidas de eficiencia, podemos señalar que existió una reducción considerable en el periodo promedio de cobro de 147 días en el año 2016, hasta los 99 días en el año 2017; así como una reducción de 85 días en el año 2016 hasta los 78 días en el año 2017, en relación con el periodo promedio de pago. Sin embargo, el periodo promedio de inventario subió de 95 días en el año 2016, hasta los 135 días durante el año 2017. Situación que daba los primeros indicios del problema en la circulación de inventario.

Por su parte, los indicadores de endeudamiento demostraban que la compañía requería de mayor financiamiento cada vez, lo que se evidenciaba con un incremento hasta el 30.2% para finales de 2017 de la Deuda Financiera/Activos, y un incremento hasta los 84.6% en el mismo periodo con relación a la Deuda Financiera/Patrimonio.

Un aspecto en el que se sobreestimaron los indicadores fue los relacionados con la rentabilidad proyectada a finales de 2017, las cuales estimaban un crecimiento de hasta el 5.5% en el retorno sobre el patrimonio, y de 1.9% con relación al retorno sobre los activos. En ese mismo sentido, el margen neto proyectado sube hasta 2.8% a finales de 2017, en comparación a 1.1% del año 2016.

El error que se evidencia en la elaboración de la proyección de flujos es que estos estuvieron basados en el proyecto atípico que tuvo ATU respecto del equipamiento de la Plataforma Financiera, lo cual simula un escenario positivo para esta emisión de obligaciones.

4.1.4 IV Emisión de obligaciones

Por su parte, la IV emisión de obligaciones fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 26 de septiembre de 2018. El monto de la emisión era de USD 3,5 millones de Dólares de los Estados Unidos de América. El plazo era de 1260 días, con una tasa de interés de 8.25% fija anual, con amortización trimestral de capital e intereses. La garantía era general.

El prospecto de esta última emisión no contiene ninguna referencia, ni salvedad respecto de la III emisión, en cuanto al deterioro de las proyecciones realizadas. Sino más bien, establece que “El sector de la construcción ha presentado un crecimiento sostenido en los últimos años, debido principalmente al crecimiento sostenido del PIB, a la confianza en el mercado nacional y a la inversión pública” (Analytica Securities C.A. Casa de Valores, 2018).

Sin embargo, los indicadores financieros demostraban un claro deterioro en la situación financiera del emisor. Teniendo en cuenta que dichos indicadores

tenían fecha de corte a julio de 2018 y la información utilizada fue anualizada, podemos mencionar que:

Respecto de los indicadores de liquidez, la prueba ácida bajó hasta 0.8 en el año 2018, cuando fue de 0.9 en el año 2017. En ese mismo sentido, la razón corriente bajó a 1.4 en el año 2018, cuando era 1.5 en el año 2017.

En cuanto de los índices de eficiencia, podemos señalar que existió un aumento en el periodo promedio de cobro de 137 días en el año 2017, hasta los 147 días en el año 2018. De igual forma, se incrementó de 66 días en el año 2017 hasta los 123 días en el año 2018, con relación al periodo promedio de pago. Esto significaba un desfase de 24 días entre el cobro y pago, lo que compromete directamente a la liquidez de la compañía. Asimismo, el periodo promedio de inventario subió de 190 días en el año 2017, hasta los 204 días durante el año 2018. Por lo que el ciclo de conversión de efectivo se ubicaba en 228 días.

Con relación a los indicadores de endeudamiento, estos reflejaban una disminución en comparación al año 2017, pasando la Deuda Financiera/Activos del 43.2% al 38.1% en el año 2018; así como la Deuda Financiera/Patrimonio del 140.9% en el año 2017, al 125.6% al año 2018.

Al igual que en el caso anterior, se sobreestimaron los indicadores de rentabilidad, los cuales dan la impresión de que el negocio cada vez era más rentable, pasando del 1.7% en el año 2017 al 6.2% en el año 2018 respecto del ROE; así como del 0.5% en el año 2017 al 1.9% del año 2018 con relación al ROA. Esto a pesar de que existe una disminución en la utilidad neta de la compañía para el año 2017.

Por su parte la calificadora de riesgos que fue la misma CLASS INTERNATIONAL RATING en su informe de calificación respecto de la situación financiera de ATU al 30 de junio de 2018, mantiene la misma calificación de "AA". Esto a pesar de anotar en su informe que "debido a la recesión económica que atraviesa el país, lo que influye de manera directa al sector de la construcción y frena en cierta medida la actividad comercial de la compañía" (Jaramillo & Espinosa, 2018).

De forma un tanto ligera, el informe de riesgo además asiente que “a junio de 2018 la compañía arrojó una pérdida neta que representó el (4.54%) de los ingresos en comparación a los (8.24%) en junio de 2017”, alegando que esto “obedece a que el sector en el cual se desenvuelve la compañía es estacional, y por lo general en el primer semestre del año las ventas son más bajas” (Jaramillo & Espinosa, 2018).

Un hecho que sin duda ameritaba una rebaja en la clasificación otorgada, es que el total de pasivos de ATU mantenía una tendencia creciente respecto del financiamiento de los activos, ya que del 67.03% en 2017 se incrementó hasta el 69.56% a junio de 2018. Esto evidenciaba que la compañía apalancaba sus operaciones con recursos de terceros y no por recursos propios.

Por último, el informe asevera que “Las proyecciones indican y pronostican la disponibilidad de fondos para atender el servicio de deuda adicional con la que contará la compañía luego de emitir los valores de la emisión, una vez que el proceso sea autorizado por el ente de control” (Jaramillo & Espinosa, 2018), situación que al cabo de apenas 3 meses demostraría estar completamente equivocado.

4.2 Default

Mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SFCDN-2018-00915 de 11 diciembre de 2018, la Dirección Regional de Mercado de Valores determinó la intervención de la compañía por encontrarse incurso en la causal de intervención prevista en el numeral 6 del primer artículo innumerado del Segundo Título innumerado agregado a continuación del artículo 222 de la Ley de Mercado de Valores. Esto es debido a que la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros tenga elementos que permitan presumir problemas o peligro de liquidez o de solvencia de los participantes del mercado de valores.

De acuerdo el segundo artículo innumerado del Segundo Título innumerado agregado a continuación del artículo 222 de la Ley de Mercado de Valores, la labor del interventor es “propiciar la corrección de las irregularidades que determinaron su designación o las que detectare durante el proceso, procurar el

mantenimiento del patrimonio de la compañía o de los patrimonios que ésta administra y evitar que se ocasionen perjuicios a los inversionistas, socios, accionistas o terceros”.

Sin embargo, el 19 de diciembre de 2020 incumple en el pago del cupón 3 de la III emisión de obligaciones por el monto de USD 326.339,84, lo que provoca que el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVALE) notifique al mercado de valores como hecho relevante dicho incumplimiento.

Sin embargo, fue la IV emisión la que fue suspendida por el plazo de tres días mediante resolución SCVS-IRQ-DRMV-2018-00011566 de fecha 12 de diciembre de 2018, notificada el 18 de diciembre de 2018.

Es importante resaltar el contenido de Informe de Control No. SCVS-IRQ-DRMV-SC-2018-626 de 21 de diciembre de 2018, el cual contiene el seguimiento de la suspensión de la IV emisión de obligaciones, que menciona:

“(…) del análisis a de los Estados Financieros reportados por la Compañía a través del Sistema Integrado de Mercado de Valores con corte al 31 de diciembre de 2017, 30 de junio de 2018; y los proporcionados dentro del control de oficio efectuado con corte al 30 de septiembre de 2018, han reflejado una disminución de la liquidez de la compañía, cambios importantes en la cartera de clientes y su consecuente afectación en la generación de flujos, ocasionando que las obligaciones con terceros puedan verse comprometidas (...) hechos relevantes que debieron ser puestos en conocimiento de los participantes directos e indirectos del mercado de valores para que puedan formar una opinión sobre la situación financiera de la compañía”

Con este antecedente consideramos oportuno, a fin de evidenciar la situación financiera por la que atravesaba la compañía, realizar un análisis respecto de información presentada a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (Echeverría, 2018):

Tabla 1 Estado de resultados por período

Descripción	Dic-17	Jun-18	Sep-18
Ingreso de actividades ordinarias	\$ 14,246,073.61	\$ 6,267,763.76	\$ 8,667,596.50
Venta de Bienes	\$ 14,591,493.08	\$ 10,592,692.11	\$ 8,667,596.50
Descuento en Ventas	\$ -345,419.47	\$ -4,324,928.35	\$ 0
Costo de Ventas y Producción	\$ -9,403,454.64	\$ -4,004,073.11	\$ -6,145,724.40
Utilidad Bruta	\$ 4,842,618.97	\$ 2,263,690.65	\$ 2,521,872.10
Gastos	\$ -5,182,728.97	\$ -2,530,381.03	\$ -3,949,157.40
Gasto de Venta	\$ -3,423,936.27	\$ -1,575,701.01	\$ -2,360,064.40
Gastos Administrativos	\$ -1,186,778.85	\$ -642,911.26	\$ -923,335.00
Gastos Financieros	\$ -572,013.85	\$ -311,768.76	\$ -665,758.00
Utilidad (Pérdida) Operacional	\$ -340,110.00	\$ -266,690.38	\$ -1,427,285.30
Otros gastos/ingresos	\$ 0	\$ -77,014.90	\$ -283,338.00
Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos	\$ -340,110.00	\$ -343,705.28	\$ -1,710,623.30

Tomado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
Elaboración: Propia

En base a esta información podemos colegir lo siguiente: la compañía generó pérdidas desde diciembre de 2017, situación que solo empeoró con el paso del tiempo alcanzando una pérdida operativa de USD 1.710.623,30 a septiembre de 2018. Lo que debió haber sido motivo suficiente para que no sea aprobada la IV emisión de obligaciones.

A septiembre de 2018 la compañía reportaba ingresos por USD 8,667,596.50 millones; sin embargo, no eran suficientes para cubrir sus costos de ventas y producción los cuales aumentaron un 53%, así como también sus gastos de ventas, administrativos y financieros que aumentaron un 56% en el periodo de junio a septiembre de 2018, valores que en conjunto sumaban USD 10.094.881,80.

Asimismo, desde junio a septiembre de 2018 se evidencia un aumento del 33% en los gastos de venta, un aumento del 30% respecto de los gastos administrativos y un aumento del 53% en relación a los gastos financieros. Esto

significaba que a la compañía le costaba cada vez más generar ingresos operacionales, por lo que era menos eficiente.

Esta situación podía ser ya advertida si se considera la información reportada al ente de control respecto de los ejercicios económicos desde el año 2013 hasta el 2017. Para lo cual se puede revisar el Anexo 2 que contiene el análisis del Estado de Flujos de Efectivo de este periodo de tiempo. La compañía tenía problemas para mantener un efectivo neto positivo para su operación, lo cual se derivaba en requerimientos constantes de financiamiento para solventar el déficit.

De acuerdo con el Sistema Integrado de Mercado de Valores, los únicos hechos relevantes que notificó la compañía fueron: i) con fecha 22 de junio de 2017, “la compra del 100% de participaciones de las compañías MUEPRAMODUL CIA. LTDA. y AMBIENTES HOGAR 2000 CIA. LTDA.”; y ii) con fecha 22 de noviembre de 2018, “la renuncia del Gerente General y miembros del Directorio de ATU ARTÍCULOS DE ACERO S.A., en este momento no tenemos las nuevas designaciones, en cuanto se nombre se subirá los nombramientos”.

Es por ello que, a fin de poder dimensionar el deterioro, es importante entender cuál fue la situación financiera desde el 31 de diciembre de 2017 al 30 de septiembre de 2018, fecha en la que la autoridad llevó a cabo un proceso de control. De acuerdo con los estados financieros declarados a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la compañía tenía los siguientes índices:

Tabla 2 Índices financieros por período

ÍNDICE	A 31 DICIEMBRE 2017	A JULIO 2018	A SEPTIEMBRE 2018
Liquidez Corriente	1,52	1,54	1,50
Prueba ácida	0,92	1,03	0,92
Capital de trabajo	\$4.278.481,81	\$4.914.043,20	\$4.276.466,00
Rotación de cartera (días)	146,93	176,06	281,23
Rotación de inventario (días)	192,05	490,51	386,25

ÍNDICE	A 31 DICIEMBRE 2017	A JULIO 2018	A SEPTIEMBRE 2018
--------	------------------------	-----------------	-------------------------

Rotación de pago proveedores (días)	136,17	379,71	316,44
--	--------	--------	--------

Tomado de índices preparados por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Asimismo, es importante conocer la situación relacionada con las garantías y resguardos que ATU declaró que mantendría durante la vigencia de las emisiones de obligaciones. Para propósitos de este trabajo la fecha de corte que hemos considerado es a julio de 2018, la cual es la última información financiera de la empresa que tiene firma de responsabilidad del gerente general y del contador (Pareja & Flores, Estado de situación financiera, 2018):

Tabla 3 Comparación de resguardos entre emisiones

GARANTÍA / RESGUARDO	III EMISIÓN	IV EMISIÓN
Indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1)	1.69	1.39
Activos reales sobre los pasivos mayor o igual a uno (1)	0.48	0.46
Indicador promedio de Pasivo/Activo menor o igual a 0,85	0.69	0.70

Tomado de información declarada por ATU.

Elaboración: Propia

Como se desprende de este análisis, no se cumplieron todos los resguardos establecidos en las últimas emisiones de obligaciones. Se debe añadir que no existe evidencia respecto de las actividades que debía llevar a cabo el representante de los obligacionistas, que demuestren una supervisión y vigilancia activa de la situación financiera del emisor. Adicionalmente, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros actuó de forma tardía, al no haber realizado la acción de control oportunamente.

Un aspecto a ser considerado es el hecho que ATU podía haberse acogido oportunamente al mecanismo previsto en la Ley de Concurso Preventivo, la cual de acuerdo con su artículo 2 “tiene por objeto la celebración de un acuerdo o

concordato entre el deudor y sus acreedores, tendiente a facilitar la extinción de las obligaciones de la compañía, a regular las relaciones entre los mismos y a conservar la empresa” (Ley de Concurso Preventivo, 2006).

Sin embargo, ATU prefirió confiar en que podía mantenerse en funcionamiento, a pesar de estar conscientes de la grave situación financiera que afrontaban, y de las perspectivas negativas de la industria de la construcción en aquel momento.

4.3 Acciones posteriores y situación actual

Mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SFCDN-2018-00011989 de fecha 26 de diciembre de 2018, se resolvió la cancelación en el Catastro Público del Mercado de Valores las inscripciones del emisor y de las emisiones de obligaciones de la compañía ATU ARTÍCULOS DE ACERO S.A.

Esto provocó que las Bolsas de Valores pierdan la competencia de monitorear la situación financiera de la compañía, puesto que ya no tenía la calidad de emisor inscrito. Incluso la misma Dirección Regional de Mercado de Valores estableció que no era competente para tratar la intervención que fue dispuesta el 11 de diciembre de 2018, por lo que derivó el proceso a la Dirección Regional de Inspección, Control, Auditoría e Intervención.

Recién con fecha 14 de marzo de 2019 y después de haber emitido una resolución de disolución el día 13 de marzo que fue derogada ese mismo día, la compañía ATU ARTÍCULOS DE ACERO S.A., entra formalmente en proceso de disolución de oficio, por lo que inicia la liquidación mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRASD-SD-2019-00002155.

Al día de hoy, la compañía registra 152 procesos judiciales en calidad de demandado, la mayoría por asuntos laborales y de cobro de dinero. En la mayoría de los casos, los trabajadores de la empresa no han podido cobrar sus liquidaciones de haberes, ni la jubilación patronal a la que tenían derecho. También registra 30 procesos judiciales en calidad de demandante, la mayoría de ellos por cobro de facturas a sus antiguos clientes.

En cuanto a obligaciones pendientes con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, reporta mora por un valor de USD 289.431,13 (Herrera, 2020). Con relación a deudas con el Servicio de Rentas Internas, ha podido ponerse al día de sus obligaciones económicas.

5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Si bien un default de un emisor de obligaciones en el mercado de valores ecuatoriano puede ser un hecho aislado y poco frecuente hasta el momento, es importante tener en cuenta que las actuales circunstancias provocarán que muchos emisores que hayan sufrido un deterioro significativo en su situación financiera puedan estar próximos a caer en default.

Es por ello que es imperativo ajustar el actual marco regulatorio, a fin de poder brindar la transparencia suficiente para que tanto emisores como inversionistas manejen información fidedigna que permita tener claridad respecto de la situación financiera del emisor. De esta forma, se permitirá que se adopten decisiones mejor fundamentadas, lo que reduciría la posibilidad de que existan casos en los que inversionistas poco o mal informados inviertan en emisores que no puedan cumplir con sus obligaciones.

Se debe resaltar que en ningún momento el representante de los obligacionistas alertó respecto del deterioro en la situación financiera de ATU, a pesar de que, de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores, es responsable de:

1. Verificar el cumplimiento por parte del Emisor, de las cláusulas, términos y demás obligaciones contraídas en el presente Contrato de Emisión;
2. Informar respecto del cumplimiento de cláusulas y obligaciones por parte del Emisor a los obligacionistas y a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, con la periodicidad que ésta señale;
3. Verificar periódicamente el uso de los fondos declarados por el Emisor, en la forma y conforme a lo establecido en el presente contrato de emisión;

4. Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los Obligacionistas, de los correspondientes intereses, amortizaciones y reajustes de las obligaciones vencidas;
5. Elaborar el informe de gestión para ponerlo a consideración de la asamblea de obligacionistas;

Por lo tanto, la actividad del representante debería ser mucho más proactiva, procurando actuar de forma preventiva y no esperar a que ocurra un problema para reaccionar. Adicionalmente, debería requerirse también conocimiento mínimo de finanzas y contabilidad, a fin de que puedan precaver situaciones en las que se evidencie un deterioro en la situación del emisor, que pueda comprometer los intereses de los inversionistas.

En comparación a otras jurisdicciones en donde el rol de los fideicomisarios es de vital importancia, puesto que se convierten en el fiscalizador más cercano que tiene el emisor y respecto del cual este último debe mantener debidamente informado. Esto permite que ante cualquier situación anómala o que pueda devenir en algún perjuicio para los inversionistas, pueda alertar al ente de control a fin de que se activen los mecanismos de cura y remediación oportunamente.

De igual forma, la calificadora de riesgo al momento de emitir su informe respecto de la IV emisión mantuvo la calificación de “AA”, la cual de acuerdo con su escala (Jaramillo & Espinosa, 2018):

“Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general”.

Es evidente que una compañía en la situación financiera que se encontraba ATU no tenía capacidad de pago, puesto que su ciclo de conversión de efectivo era mayor a 360 días, lo que le obligaba a requerir de forma permanente financiamiento para mantener su operación diaria. Es por ello que las últimas emisiones de obligaciones tenían por objeto la sustitución de pasivos, puesto

que el acceso a fuentes de financiamiento tradicionales como los bancos, ya se encontraban restringidas.

Del mismo modo que es necesario estandarizar las categorías bajo las cuales las calificadoras de riesgo deben emitir sus informes. Si bien cada una tiene su propia metodología y procesos para determinar sus resultados, deberían existir criterios básicos que deben ser respetados. Actualmente la variedad de criterios provoca que en la práctica el informe de calificación de riesgo sea solo un documento más del expediente y no el insumo útil que debería para todos los actores del mercado.

Adicionalmente, debería existir responsabilidad ulterior a las calificadoras de riesgo que no hayan tenido la debida diligencia al momento de emitir sus informes o que hubieran omitido aspectos relevantes que ameriten una revisión a los informes publicados. En ese sentido, si bien la norma establece revisiones semestrales, deberían existir los mecanismos suficientes para que cualquier actor del mercado, inversionistas, reguladores y hasta otros emisores, puedan solicitar revisiones cuando existan los elementos suficientes que permitan tener una duda razonable respecto de la real situación del emisor.

En cuanto a la firma auditora externa, tampoco existió un proceso administrativo que haya sido iniciado en su contra, por no haber alertado oportunamente respecto del deterioro en la situación financiera del emisor. De igual forma, el estructurador debería tener algún tipo de responsabilidad por llevar a cabo un proceso de emisión al utilizar información que no ha sido debidamente validada y contrastada. De tal manera que los supuestos en los que se basa no son confiables e inducen al error de los inversionistas.

Un aspecto que consideramos no ha sido aplicado es el relacionado con la capacidad sancionadora que ostenta el órgano de control. Debido al hecho de que no existe ningún proceso administrativo que haya sido iniciado en contra de la calificadora de riesgo, ni tampoco de la firma auditora externa, en relación con contenido de sus informes.

En cuando a los índices financieros actualmente previstos como mecanismos de vigilancia y control, consideramos que no es adecuado fijar ratios mínimos de forma general. Esto debido al hecho de que cada industria y actividad económica tiene sus propias particularidades. Tal como lo realizan en las jurisdicciones analizadas, los índices financieros, así como los resguardos son acordados de forma directa entre el emisor y el fideicomisario.

Esto permite que el contenido y alcance de dichos resguardos sean aplicables a la realidad de cada emisor. Esta personalización de los resguardos viabiliza para que exista un control y monitoreo oportuno, de acuerdo con las circunstancias y características del mercado y del propio emisor.

Asimismo, el que existan índices financieros mínimos o predeterminados evita que compañías con grandes posibilidades de crecimiento como las startups no puedan encontrar cabida en el mercado de valores. Puesto que son compañías que al encontrarse en fases de maduración o por el giro de negocio (ej. Software, biotecnología) acumulan mucho apalancamiento en comparación a compañías ya establecidas. Lo que generaría que no puedan encajar en parámetros preestablecidos que son ajenos a su realidad.

De igual forma, podrían introducirse criterios de monitoreo del Fondo de Maniobra y de las Necesidades Operativas de Fondos de los emisores, las cuales consideran de una forma mucho más ajustada la realidad de la empresa.

Al igual que otras jurisdicciones, sería recomendable contar con formatos preestablecidos para la presentación de información financiera. De esta forma se garantiza que el contenido de la información responde a una misma lógica, lo cual facilita su entendimiento y comprensión. Minimizando además la discrecionalidad y la subjetividad que puede acarrear una errónea interpretación de dicha información.

Otro punto que necesariamente debe ser revisado son los efectos de la cancelación de la emisión, respecto de la imposibilidad de vender los títulos valores que han sido cancelados. Esto evita que los inversionistas que tienen

títulos valores de emisores cancelados no puedan tranzarlos en el mercado de valores.

Si bien existe la posibilidad de realizar una cesión de derechos de crédito, no es el procedimiento óptimo puesto que además acarrea incertidumbre respecto de la efectividad en la recuperación de la inversión prevista en el título, al no ser el cedente responsable de la solvencia del deudor para cumplir con sus obligaciones.

Si a pesar de los mecanismos de control y vigilancia que hayan sido adoptados en el mercado de valores no fueren suficientes para evitar la cesión de pagos del emisor, se debería poder contar con un marco concursal óptimo que permita a los tenedores de las obligaciones, tener mecanismos idóneos para el pago de sus deudas. Sin dejar de lado al resto de acreedores del emisor, tales como: trabajadores, proveedores, clientes y entidades públicas.

Asimismo, debe existir concordancia entre las regulaciones de mercado de valores, con las societarias y las concursales. Puesto que, ante un evento de default, es necesario que existan más mecanismos para que los inversionistas puedan recuperar su dinero, así como los demás actores (trabajadores, proveedores, Estado) reciban los valores que les corresponde. Para nadie es útil que una compañía que está en disolución no pueda llevar a cabo actividades de su giro del negocio, si todavía mantiene deudas que no va a poder solventar.

Un acierto en la legislación actual es el procedimiento de reestructuración que puede llevar a cabo una sociedad por acciones simplificada (S.A.S por su abreviación). Este procedimiento establece mecanismos de concordato que buscan evitar la disolución de la compañía. Particularmente le permite seguir funcionando, lo que significa que sigue generando ingresos para cumplir con sus obligaciones.

El gran aspecto en contra radica en el hecho inverosímil que prohíbe a las S.A.S el participar en el mercado de valores. Sin embargo, este mecanismo podría ser replicado para el resto de tipos de compañías previstas en nuestra legislación.

Debe existir además una relación lógica entre la normativa del mercado de valores con la normativa societaria y concursal, puesto que por ejemplo, la cancelación del emisor en el mercado de valores no debería acarrear la disolución y liquidación de la compañía de forma automática, puesto que esto significa que el emisor no puede generar más ingresos para cumplir con sus obligaciones económicas.

De acuerdo con un informe auspiciado por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés), se estableció que uno de los principales riesgos a los que se enfrenta un inversionista de bonos es el riesgo de default. Lamentablemente señalaba que Uganda al igual que Ecuador no tenían una legislación que proteja a los inversionistas ante un procedimiento de quiebra por parte del emisor (Organización Internacional de Comisiones de Valores, 2011, pág. 15).

Es por ello que se torna indispensable mejorar no solo las medidas de vigilancia y control para las emisiones que se encuentren vigentes, sino también es imperativo reformar el marco legal y regulatorio relacionado con derecho concursal, a fin de brindar herramientas suficientes para que los emisores puedan reestructurarse ante un posible evento de default, y cuando ocurra tal situación a pesar de los esfuerzos, los inversionistas tengan los suficientes recursos y mecanismos legales para recuperar su inversión.

También consideramos necesario revisar la prelación de créditos prevista en el Código Civil. Esto debido al hecho que los inversionistas se encuentran al final de la cascada de pagos, siendo los últimos en recuperar su dinero. El permitir que se encuentren dentro de los primeros niveles otorgaría más confianza, lo que se traducirá en un mayor dinamismo del mercado.

Por su parte, la garantía general debería ser monitoreada de forma constante, tanto por la bolsa de valores, como por la Superintendencia de Compañías. Esto quiere decir que debería revisarse no solo de forma frecuente que la proporción de activos libres de gravámenes se mantenga, sino también tener un sistema de alertas tempranas, que permitan conocer con antelación el deterioro que pueda tener el emisor.

Se debería permitir la constitución de mecanismos de ejecución directa convencional para las garantías específicas que hayan sido otorgadas mediante prendas o hipotecas. El proceso de subasta que debe llevar adelante un juez puede tomar más tiempo y perjudicar a los obligacionistas. Sin embargo, si se permite que existan mecanismos convencionales de ejecución o de dación en pago, los obligacionistas podrán recuperar sus valores de una forma mucho más rápida y eficiente.

Debemos resaltar que tanto los mercados de Nueva York como Londres se encuentran en tal nivel de desarrollo, que la mayor parte del proceso de vigilancia y monitoreo lo realizan los propios actores del mercado, tales como bancos de inversión, inversionistas institucionales e individuales. Sin duda un hecho que debe ser resaltado, puesto que evidencia la posibilidad de que sean dichos actores quienes alerten oportunamente de cualquier situación que pueda derivar en un evento de incumplimiento.

Por lo tanto, deben crearse los mecanismos regulatorios necesarios para otorgar la capacidad para que dichos actores puedan alertar al órgano de control y éste pueda actuar ante tales denuncias. De esta forma podría hablarse de una verdadera autorregulación del mercado, propiciada por sus propios actores.

Por último, se debe destacar el hecho que tanto la SEC como FCA son entidades públicas que mantienen un doble rol. Por un lado, tienen la capacidad de emitir normativa secundaria de aplicación obligatoria para los emisores y demás actores del mercado de valores. Por otro lado, tienen la capacidad de llevar a cabo actividades de vigilancia, supervisión y control del mercado, mediante procesos administrativos sancionadores cuyos procedimientos son claros y concordantes con todo el marco legal. Esto demuestra la utilidad de consolidar en una sola institución estas atribuciones, para evitar que exista descoordinación entre varias entidades públicas.

Al día de hoy existe interconexión entre distintas entidades públicas, como el Servicio de Rentas Internas, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, por lo que es posible que exista intercambio de información respecto de retardos o incumplimientos en el

pago de obligaciones que debe cumplir una compañía, lo cual permitiría generar alertas tempranas, sin esperar a que sea el propio emisor que notifique sobre su situación al mercado de valores.

REFERENCIAS

- Analytica Securities C.A. Casa de Valores. (Junio de 2017). Prospecto de Oferta Pública. *III Emisión de Obligaciones de Largo Plazo*. Quito: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
- Analytica Securities C.A. Casa de Valores. (Octubre de 2018). Prospecto de Oferta Pública. *IV Emisión de Obligaciones de Largo Plazo*. Quito: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
- Carvajal, D. (Enero de 2004). Regulación del uso de la información privilegiada en el mercado de valores. Santiago de Chile: Universidad de Chile.
- Castellanos, F. (29 de Octubre de 2018). Informe de Auditoría Externa de Ambiente Hogar 2000 Cia. Ltda. *Estados Financieros del Ejercicio Fiscal 2017*. Quito: Moore Stephens.
- Castellanos, F. (25 de Abril de 2018). Informe de los Auditores Independientes. *Estados Financieros de ATU ARTICULOS DE ACEROS S.A. al año 2017*. Quito: Moore Stephens.
- Castellanos, F. (29 de Octubre de 2018). Informe de los Auditoría Externa de Muepramodul Cia. Ltda. *Estados Financieros del Ejercicio Fiscal 2017*. Quito: Moore Stephens.
- Comisión para el Mercado Financiero. (s.f.). *¿Qué es el Ahorro?* Recuperado el 11 de Mayo de 2020, de cmfeduca.cl: <https://www.cmfeduca.cl/educa/600/w3-article-27547.html>
- Comisión para el Mercado Financiero. (s.f.). *Inversión*. Recuperado el 11 de Mayo de 2020, de cmfeduca.cl: <https://www.cmfeduca.cl/educa/600/w3-propertyvalue-1343.html>
- Corporate Finance Institute. (2015). *What is the 1933 Securities Act?* Obtenido de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/1933-securities-act-truth-securities/>
- Echeverría, C. (26 de Diciembre de 2018). Resolución de Cancelación de Emisor. Quito: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
- Fernández, C., Baptista, P., & Hernández, R. (2014). *Metodología de la Investigación*. México D.F.: McGraw Hill.
- Financial Conduct Authority. (Junio de 2020). Chapter 17, Debt and debt-like securities: Standard listing. *Listing Rules*. Financial Conduct Authority.
- Financial Industry Regulatory Authority. (2020). *Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE)*. Obtenido de <https://www.finra.org/filing-reporting/trace>

- Herrera, J. (27 de Julio de 2020). Certificado de Cumplimiento de Obligaciones Patronales. Quito: Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social.
- Huerta, P., & Higa, C. (2001). Breves apuntes sobre la regulación en el mercado de valores. *Derecho & Sociedad*, 16, 209-2017.
- Jaramillo, L., & Espinosa, X. (28 de Agosto de 2018). Informe de Calificación de Riesgo. *Emisión de Obligaciones - ATU Artículos de Acero S.A.* Quito: Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A.
- Ley de Concurso Preventivo. (21 de Diciembre de 2006). Quito: Registro Oficial Suplemento 422.
- Lizarzaburo, G. (08 de 03 de 2020). *El mercado de valores saca la cara: aumenta un 57,8 %*. Obtenido de expreso.ec:
<https://www.expreso.ec/actualidad/economia/mercado-valores-saca-cara-aumenta-57-8-6507.html>
- London Stock Exchange. (2009). *Our History*. Obtenido de <http://web.archive.org/web/20090609182709/http://www.londonstockexchange.com/en-gb/about/cooverview/history.htm>
- London Stock Exchange. (2020). *The Main Market at a glance*. Obtenido de <https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/debt/compare-our-debt-markets/main-market-debt>
- Lovato, J. (01 de 01 de 2013). *Iuris Dictio*. Obtenido de usfq.edu.ec:
https://www.usfq.edu.ec/publicaciones/iurisDictio/archivo_de_contenidos/Documents/IurisDictio_15/iurisdictio_015_012.pdf
- Lovato, J. (Enero-Junio de 2013). Propuesta de reformas al mercado de valores ecuatoriano. *Iuris Dictio*, 15, 221-245.
- Macey, J., & O'Hara, M. (1999). Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective. *The Journal of Legal Studies*, 17-54.
- Martin, C. (21 de Abril de 2020). *What Happens When a Corporate Bond Issuer Defaults?* Obtenido de schwab.com: <https://www.schwab.com/resource-center/insights/content/corporate-defaults-what-investors-should-know-when-a-bond-issuer-goes-bankrupt>
- Méndez , J. (2008). Los gatekeepers del mercado de valores. *Revista del Magister y Doctorado en Derecho*(2), 119-155.
- Mendoza, J. (2008). Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 13(2), 5.
- New York Stock Exchange. (2020). *History of the American Stock Exchange*. Obtenido de <https://www.nyse.com/american-stock-exchange>

- Ochoa, O. (2009). Autorregulación del mercado de valores: Profundización del mercado o relativización del control estatal. *Mision Jurídica, Revista de Derecho y Ciencias Sociales*, 215-222.
- Office of Investor, Education and Advocacy. (2019). *What are corporate bonds?* Obtenido de Securities and Exchange Commission: https://www.sec.gov/files/ib_corporatebonds.pdf
- Organización Internacional de Comisiones de Valores. (Noviembre de 2011). *Development of Corporate Bond Markets in the Emerging Markets*.
- Pareja, F. (Abril de 2018). Informe de Gerencia General a la Junta General de Accionistas sobre el Ejercicio Economico 2017. Quito.
- Pareja, F., & Flores, R. (Julio de 2018). Estado de situación financiera. Quito.
- Parlamento Europeo y del Consejo. (4 de Noviembre de 2003). Directiva 2003/71/CE. *sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores*. Diario Oficial de la Unión Europea.
- Parlamento Europeo y del Consejo. (31 de Diciembre de 2004). Directiva 2004-109-CE. Diario Oficial de la Unión Europea.
- Primicias. (2020). *La economía ecuatoriana creció 0,1% en 2019*. Obtenido de primicias.ec: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/economia-ecuador-crecimiento-banco-central/>
- Primicias. (2020). *Mercado de valores: el BIESS debiera impulsar al sector productivo*. Obtenido de primicias.ec: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/bolsa-mercado-valores-ecuador-biess/>
- Revista Clave! (13 de Abril de 2018). *Clave*. Obtenido de Hogar 2000 – En constante evolución: <https://www.clave.com.ec/2018/04/13/10046hogar-2000/>
- Revista Ekos Negocios. (04 de abril de 2018). *Asesoría legal: componente vital en el desarrollo de las actividades del sector financiero*. Obtenido de ekosnegocios.ecom: <https://www.ekosnegocios.com/articulo/asesoria-legal-componente-vital-en-el-desarrollo-de-las-actividades-del-sector-financiero>.
- Rosero, L. (2010). El desarrollo del mercado de valores en el Ecuador: una aproximación. *Ecuador Debate*(80), 23-34.
- Rosillo, M. (2008). La autorregulación en el mercado de valores. *Revista de Derecho Privado*, 3-34.
- Tendulkar, R. (25 de Septiembre de 2015). *Corporate Bond Markets: An Emerging Markets perspective*. (IOSCO, Ed.)

- U.S. Securities and Exchange Commission. (Junio de 2009). *Form 10-K*.
Obtenido de U.S. Securities and Exchange Commission:
<https://www.sec.gov/fast-answers/answers-form10khtm.html>
- U.S. Securities and Exchange Commission. (Septiembre de 2011). *Form 10-Q*.
Obtenido de <https://www.sec.gov/fast-answers/answersform10qhtm.html>
- U.S. Securities and Exchange Commission. (Agosto de 2012). *Form 8-K*.
Obtenido de <https://www.sec.gov/fast-answers/answersform8khtm.html>
- U.S. Securities and Exchange Commission. (27 de Mayo de 2020). *About EDGAR*. Obtenido de <https://www.sec.gov/edgar/about>
- Walsh, M. (18 de Junio de 2020). *A Tidal Wave of Bankruptcies Is Coming*.
Obtenido de The New York Times:
https://www.nytimes.com/2020/06/18/business/corporate-bankruptcy-coronavirus.html?utm_medium=40digest.intl.rank&utm_source=email&utm_content=&utm_campaign=campaign
- XIE, D., & Scheck, M. (2017). *International Practices of Bond Trustee Arrangements*. Obtenido de International Capital Market Association:
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/About-ICMA/APAC/ICMA-NAFMII-WG-International-Practices-of-Bond-Trustee-Arrangements-031218.pdf>

ANEXOS

Anexo 1, Cuadro comparativo de otras jurisdicciones

Mercado	Auditoría Externa	Calificación de Riesgo	Representante de acreedores	Resguardos	Información Financiera	Hechos Relevantes
Ecuador	Informes semestrales	Informes semestrales. Puede ser realizada en cualquier momento si existen circunstancias que lo ameriten	Persona jurídica, usualmente estudios jurídicos. Tiene capacidad limitada de fiscalización frente al emisor.	Están preestablecidos en el marco jurídico.	Se debe presentar indicadores sobre: liquidez, endeudamiento, rentabilidad Además, se presenta de forma semestral estados financieros condensados De forma trimestral: a. Fecha de colocación, monto colocado, precio, y clase de las obligaciones, mientras esté vigente la autorización de oferta pública. b. Monto de las obligaciones en circulación. c. Reporte de la amortización de capital e intereses. d. Detalle de Activos depurados No hay formatos.	Sí, deben ser notificados al ente de control

Mercado	Auditoría Externa	Calificación de Riesgo	Representante de acreedores	Resguardos	Información Financiera	Hechos Relevantes
Nueva York	Informes semestrales	<p>Informes de calificación semestral.</p> <p>Pueden ser actualizados en cualquier momento cuando la circunstancia lo amerite</p>	<p>Se denomina Bond Trustee.</p> <p>Debe ser una entidad especializada o la subsidiaria o filial de una institución financiera</p>	Pueden ser establecidos por cada emisor.	<p>La información se presenta en formatos preestablecidos:</p> <p>Mediante Formulario 10-Q, información financiera no auditada de forma trimestral.</p> <p>Mediante Formulario 10-K información financiera anualizada.</p>	Sí, se notifica mediante Formulario 8-K
Londres	Informes semestrales	<p>Informes de calificación semestral.</p> <p>Pueden ser actualizados en cualquier momento cuando la circunstancia lo amerite</p>	<p>Se denomina Trustee, puesto que la emisión se realiza bajo la figura de un fideicomiso.</p> <p>Tiene mayor discrecionalidad para actuar</p>	Pueden ser establecidos por cada emisor.	<p>La información se presenta en formatos preestablecidos:</p> <p>Información financiera anualizada que contiene: a) los estados financieros auditados; b) el informe de gestión; y c) declaraciones efectuadas por los administradores responsables del emisor.</p> <p>De igual forma, se entrega información financiera semestral</p>	Sí, deben ser notificados al ente de control

Anexo 2, Análisis de Estado de Flujos de Efectivo

RUBRO	2013	2014	% Var	2015	% Var	2016	% Var	2017	% Var
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	17,788,104.85	16,871,793.00	-5%	16,161,048.83	-4%	14,810,320.52	-8%	14,919,104.45	1%
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	-10,550,557.71	-11,993,146.00	14%	-5,312,796.07	-56%	-13,450,085.94	153%	-16,529,422.90	23%
Intereses pagados	-	-	-	-	-	-487,489.45	-	-630,794.43	29%
Otras entradas (salidas) de efectivo	-	-	-	-	-	-	-	-92,588.35	-
Adquisiciones de propiedades, planta y equipo	-1,266,646.58	-750,789.34	-41%	-288,253.09	-62%	-	-100%	-765,459.90	-

RUBRO	2013	2014	% Var	2015	% Var	2016	% Var	2017	% Var
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	1,138,090.92	1,023,543.12	-10%	35,656.81	-97%	-350,476.00	-1083%	3,020,716.20	-962%
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	866,418.35	306,914.97	-65%	548,384.15	79%	-47,483.22	-109%	-444,837.63	837%
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	984,373.05	-1,282,730.27	-230%	797,955.50	-162%	817,269.14	2%	-2,576,507.33	-415%

Tomado de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Elaboración: Propia

