



FACULTAD DE DERECHO Y CIENCIAS SOCIALES

**VACIOS LEGALES DENTRO DEL PROCESO DE DESMUTUALIZACIÓN DE
LAS BOLSAS DE VALORES DEL ECUADOR**

Autora

Paola del Rocío Almeida Vilema

**Año
2017**



FACULTAD DE DERECHO Y CIENCIAS SOCIALES

VACIOS LEGALES DENTRO DEL PROCESO DE DESMUTUALIZACIÓN DE
LAS BOLSAS DE VALORES DEL ECUADOR

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

Profesor Guía

Mg. Diego Alejandro Peña García

Autora

Paola del Rocío Almeida Vilema

Año

2017

DECLARACIÓN DEL PROFESOR GUÍA

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

Diego Alejandro Peña García

Magister en Derecho Financiero, Bursátil y de Seguros

CC: 1717993909

DECLARACIÓN DEL PROFESOR CORRECTOR

“Declaro haber revisado este trabajo, dando cumplimiento a todas las disposiciones vigentes que regulan los trabajos de titulación”.

José Gabriel Terán Naranjo

Magister en Abogacía

CC: 0502272792

DECLARACIÓN DE AUTORÍA DEL ESTUDIANTE

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

Paola del Rocío Almeida Vilema

CC: 1719215012

AGRADECIMIENTOS

Agradezco a Dios, por darme la fuerza para seguir mi sueño. A mi familia, por todo su esfuerzo y sacrificio. A la Universidad de las Américas, por todo su compromiso con mi desarrollo. A todos mis profesores, por sus conocimientos y valores que aportaron a mi formación integral. A mis amigas y amigos, por entenderme, por apoyarme y por todos los buenos momentos compartidos.

DEDICATORIA

Este trabajo de titulación está dedicado a las personas más importantes de mi vida, ya que sin su sacrificio y esfuerzo esto seguiría siendo un sueño: Polo Almeida, por ser mi héroe, mi ejemplo a seguir y por compartir tus historias y tu vida conmigo. Lupita Vilema, por ser mi motor, mi más grande impulso y por tu amor incondicional. Paul Almeida, por ser mi cómplice de aventuras y enseñarme a vivir un día a la vez. A todas aquellas personas que aportaron en mi vida ¡Gracias!

RESUMEN

El presente trabajo tiene por objeto establecer los vacíos legales que existen en el proceso de desmutualización de las bolsas de valores del Ecuador. Tanto la doctrina como la práctica, establecen tres pasos dentro de este proceso, que son: la transformación de las bolsas de valores de corporaciones civiles sin fines de lucro a sociedades anónimas, la cotización de las acciones de las bolsas de valores en el mercado bursátil y finalmente, que éstas acciones sean parte del índice bursátil. Sin embargo, la normativa principal y secundaria creada para el efecto, solo regula el desarrollo del primer paso, ocasionando que el segundo y tercer paso no puedan cumplirse diligentemente, afectando directamente al mercado de valores. En este sentido, existe la necesidad de desarrollar este problema jurídico y dar una posible solución con ayuda para que se cumpla la desmutualización y que el mercado de valores ecuatoriano sea más atractivo y competitivo.

ABSTRACT

The aim of this study is to establish the legal gaps that exist in the process of demutualization of the stock exchanges of Ecuador. The doctrine and practice establish three steps in this process: the transformation of stock exchanges of non-profit civil corporations into corporations, the listing of shares on the stock market and finally, that these shares are part of the stock index. However, the main and secondary law created for this purpose just regulates the development of the first step, causing the second and third steps can not be diligently fulfilled, directly affecting the stock market. In this sense, is necessary to develop this legal problem and give a possible solution, so that the demutualization is fulfilled and the Ecuadorian securities market is more attractive and competitive.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
1. CAPITULO I. DOCTRINA DEL PROCESO DE DESMUTUALIZACIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES ...	2
1.1 Mercado de valores	2
1.2 Bolsa de valores	4
1.3 Proceso de desmutualización	7
1.4 Ventajas del proceso de desmutualización	11
1.5 Riesgos del proceso de desmutualización	13
2. CAPITULO II. LA DESMUTUALIZACIÓN EN EL ECUADOR	15
2.1 Transformación de cuotas de participación en acciones	16
2.2 Cotización de acciones de las bolsas de valores	20
2.2.1 Inscripción de las acciones de las bolsas de valores en el Catastro Público de Mercado de Valores	21
2.2.2 Calificación de riesgo de las acciones	22
2.3 Índice de Mercado Bursátil	25
3. CAPITULO III. PROPUESTA JURÍDICA A LOS PROBLEMAS PLANTEADOS.....	30
3.1 Nueva resolución creada por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.....	30
3.2 Intervención por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.	32
3.2.1 Acciones propiedad de las casas de valores	32
3.2.2 Consecuencia de la inobservancia de la ley	34
3.3 Políticas Públicas.....	35
4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	38

4.1 Conclusiones	38
4.2 Recomendaciones	38
REFERENCIAS:	40

INTRODUCCIÓN

Desde hace algunos años, en todo el mundo se dio una tendencia para impulsar el mercado de valores con la finalidad de convertir este segmento en uno de los más importantes de su economía. Por lo que, países como Colombia, España o Estados Unidos decidieron someterse al proceso de desmutualización, obteniendo resultados favorables como por ejemplo: que el dinero generado por estas negociaciones llegan a convertirse en uno de los valores más importantes en el Producto Interno Bruto (PIB) de cada país.

En ese sentido, Ecuador se vio en la necesidad de analizar la situación de su mercado de valores y se unió a esta tendencia mundial con el objeto de competir con el mercado financiero convencional y así atraer a más inversionistas. En tal virtud, fue necesario que la autoridad competente emita la normativa correspondiente para llevar a cabo la transformación de la naturaleza jurídica de las bolsas de valores, de corporaciones civiles a sociedades anónimas, para que oportunamente estas acciones puedan ser cotizadas en las propias bolsas de valores y sean parte del índice bursátil.

Tanto la normativa principal como la secundaria debe ser minuciosa y abarcar todos los aspectos de la desmutualización de las bolsas de valores, como el proceso, los plazos y las contingencias que se pueden dar durante el mismo. De igual manera, la legislación nacional provoca que varios actores del mercado de valores participen en este proceso a la par de los organismos de control para convertir al mercado de valores en una opción atractiva en el ámbito económico.

CAPÍTULO I. DOCTRINA DEL PROCESO DE DESMUTUALIZACIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES

El constante cambio normativo en el Ecuador, no es ajeno al sector bursátil, por lo que, la entrada en vigencia de la Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil trajo consigo cambios importantes para este sector desde el año 2014. Esta normativa dispuso un cambio en la naturaleza jurídica de las bolsas de valores del Ecuador, por lo que, estas instituciones se vieron obligadas a iniciar un proceso de transformación denominado desmutualización. Sin embargo, la normativa suplementaria expedida para el efecto no abarca todos los puntos del proceso, lo cual ha generado varios vacíos legales. En tal virtud, en las siguientes líneas se explicará, desarrollará y analizará el proceso de desmutualización de las bolsas de valores de Ecuador y los vacíos legales que se evidencian de la deficiente normativa que ha sido emitida para regular este proceso.

1.1 Mercado de valores

El mercado de valores es un segmento del mercado financiero que “canaliza recursos de capitales en forma directa desde los sectores productivos, de mediano y largo plazo hacia las actividades productivas, mediante emisión y negociación de títulos valores en los ámbitos bursátiles y extra bursátiles”. (Baldeón Rios, 2009, pág. 7). Dentro de la economía de un país, este mercado representa un interesante medio de financiación para las empresas que no quieren acudir a la banca, por las diversas ventajas que representa este segmento financiero. Por ejemplo, el mercado de valores permite que la compañía emita valores para que directamente los interesados puedan adquirirlos. La normativa ecuatoriana establece que el mercado de valores puede ser bursátil, extrabursátil y privado. (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014). Dentro del mercado bursátil se encuentra el mercado alternativo, conocido en Ecuador como REB (Registro Especial Bursátil).

El mercado bursátil ha sido conceptualizado por la normativa ecuatoriana, como aquel que está conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores, en las bolsas de valores y en el Registro Especial Bursátil (REB), realizadas por los intermediarios de valores autorizados.” (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014).

A su vez, otro segmento del mercado de valores es el mercado extrabursátil, el cual ha sido definido por la legislación ecuatoriana de la siguiente manera:

“El mercado primario que se genera entre la institución financiera y el inversor sin la intervención de un intermediario de valores, con valores genéricos o de giro ordinario de su negocio, emitidos por instituciones financieras, inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores y en las bolsas de valores”. (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014).

Y, por otro lado, las negociaciones de mercado privado “son aquellas que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor sin la intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales, sobre valores no inscritos en el Catastro de Mercado de Valores o que estando inscritos sean producto de transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales y de hecho.” (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014)

Como se puede notar, todas las negociaciones dentro de los diferentes segmentos del este mercado, comprenden la emisión y adquisición de valores. Víctor Cevallos Vásquez, señala que “en materia de títulos valores existe un acuerdo en la doctrina respecto a que en la palabra valor, el título, en consideración al derecho incorporado, conlleva un valor por sí mismo.” (Cevallos Vásquez, 1997, pág. 66). Sin embargo, la ley ha establecido de manera concreta una definición para valor en materia de mercado de valores, señalándola de la siguiente manera:

“Se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.” (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014)

De esta información se desprende que el mercado de valores puede ser desarrollado en 3 segmentos. Por lo tanto, existen varios sujetos que intervienen dentro de estas negociaciones, como los emisores de valores, inversionistas, bolsas de valores, casas de valores, entre otros. Estos sujetos serán conceptualizados a medida que se desarrolle el tema de este trabajo de titulación.

1.2 Bolsa de valores

En un inicio, las bolsas de valores eran denominadas bolsas de comercio y estaban reguladas por el Código de Comercio de 1906. A través del artículo 64 ibídem se las definió como:

“Lonjas o sitios públicos en que se reúnen los comerciantes o personas que se dedican al tráfico y giro mercantil y los agentes de comercio, para tratar y negociar con sujeción a los que prescriben la ley y los reglamentos y bajo inspección de la autoridad pública.” (Código de Comercio, 1906).

Sus primeras operaciones giraban en torno a mercadería y productos agrícolas; posteriormente incursionaron en la negociación de valores. En Ecuador, la primera bolsa de comercio se estableció en Guayaquil y tuvo una duración efímera; sin embargo, en 1935 se dictó un decreto que regulaba el

funcionamiento de las bolsas de comercio, mismo que constituyó el Título II del Libro I del Código de Comercio. (Cevallos Vásquez, 1997)

Como ya se estableció, en el país hubo un desarrollo en cuanto a los bienes que se negociaban en estas instituciones, por lo cual fue indispensable la creación de un espacio físico que provea los mecanismos necesarios para la compra y venta de los valores. Por lo tanto, en el gobierno del Doctor Velasco Ibarra se expidió el Decreto Ejecutivo del 30 de Mayo de 1969, el cual permitía la creación de las bolsas de valores. En tal virtud, se constituyó la Bolsa de Valores de Quito y la Bolsa de Valores de Guayaquil, como sociedades anónimas. La primera, fue abierta con 40 agentes de bolsa y una veintena de puestos de bolsa, lo que hoy se conoce como casas de valores. En cuanto a la segunda, en su primer año de funcionamiento las negociaciones de renta fija representaron el 96,5% y las de renta variable el 3,5% restante.

La doctrina establece que “una bolsa de valores es una organización privada que brinda las facilidades necesarias para que sus miembros, atendiendo los mandatos de sus clientes, introduzcan órdenes y realicen negociaciones de compra y venta de valores.” (Nieto Navía & Nieto Loaiza, 2013, pág. 344). Esto significa que las bolsas de valores son indispensables para el mercado de valores, ya que facilitan la relación entre el inversionista y el emisor de valores para que ambos cumplan sus objetivos.

Debido a la naturaleza jurídica con la que se creó las bolsas de valores del Ecuador, es importante señalar que las sociedades anónimas están sujetas a todas las reglas de las sociedades o compañías mercantiles anónimas. Por lo cual, la Ley de Compañías, en su artículo 143 la define como “una sociedad cuyo capital, dividido en acciones negociables, está formado por la aportación de los accionistas que responden únicamente por el monto de sus acciones.” (Ley de Compañías, 2016). Además, el mencionado decreto ejecutivo no estableció una entidad que supervise a las bolsas de valores.

Posteriormente, se expide la primera Ley de Mercado de Valores, publicada en el Registro Oficial del 28 de mayo de 1993. La cual, además de disponer de incentivos tributarios, resuelve conformar el Consejo Nacional de Valores como ente regulador del mercado y se asignan atribuciones de autorización y control a la Superintendencia de Compañías, que crea y administra el Catastro Público del Mercado de Valores. (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2016). También, dispone la constitución de administradoras de fondos, del depósito centralizado de valores y de las casas de valores en lugar de los agentes de bolsa.

De igual manera, esa normativa exigió que las bolsas de valores se transformen de sociedades anónimas a corporaciones civiles sin fines de lucro. En ese sentido, es indispensable señalar que el artículo 44 de la mencionada ley señaló que “las bolsas de valores son las corporaciones civiles, sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores” (Ley de Mercado de Valores, 1993).

Por lo cual, la doctrina define a las corporaciones civiles como “(...) agrupaciones de individuos formadas para obtener algún beneficio o satisfacción material o intelectual distinto a la de obtención de riquezas para sus miembros y se toma como un ente autónomo e independiente de los sujetos que la conforman”. (Medina Pabón, 2010, pág. 84). Aunque la legislación ecuatoriana no señala un concepto de corporación civil sin fin de lucro en el ámbito societario, el Código Civil, a partir de su artículo 564 establece que la persona jurídica puede ser de dos especies: corporaciones, y fundaciones de beneficencia pública.

Que las bolsas de valores fueran corporaciones civiles sin fines de lucro, significa que estaban conformadas por cuotas patrimoniales, siendo estos los aportes realizados por los constituyentes, es decir las casas de valores. Para complementar, las casas de valores son las compañías anónimas autorizadas para ejercer intermediación de valores y tenían como objeto social la

realización de las actividades previstas en la ley. En el caso puntual del Ecuador, las casas de valores estaban destinadas a realizar operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores en materia de oferta pública, por cuenta ajena o de otro. (Cevallos Vásquez, 1997, pág. 212)

Entonces, a través del artículo 8 de la ley normativa vigente en ese tiempo, se estableció que las casas de valores autorizadas sean miembros de una bolsa de valores siempre y cuando hayan cumplido los requisitos establecidos, siendo el más importante ser propietario de una cuota patrimonial de esa bolsa. (Ley de Mercado de Valores, 1993)

Tiempo después, en mayo del 2014, se aprueba la Ley Orgánica de Fortalecimiento del Sector Societario y Bursátil, con la finalidad reformar el esquema del mercado de valores para que tenga concordancia con los preceptos constitucionales ya establecidos. Por lo tanto, mediante esta normativa se reforma la Ley de Mercado de Valores, la cual da inicio a la transformación de la naturaleza jurídica de las bolsas de valores, de corporaciones civiles sin fines de lucro a sociedades anónimas.

Posteriormente, en septiembre del mismo año se expide el Código Orgánico Monetario y Financiero y por mandato de la disposición general décima octava de ese cuerpo legal, se agrega la Ley de Mercado de Valores como Libro II.

1.3 Proceso de desmutualización

El proceso de transformación de las bolsas de valores, de corporaciones civiles sin fines de lucro a sociedades anónimas es una tendencia mundial generada por la globalización. Para una mejor distinción, a continuación estará una tabla que evidencia las bolsas de valores que ya se transformaron y el año en el cual sucedió.

Tabla 1.

Bolsas de valores desmutualizadas

Bolsa de Valores	Año de desmutualización
Bolsa de Valores de Estocolmo	1993
Bolsa de Valores de Ámsterdam	1997
Bolsa de Valores de Singapur	1999
Bolsa de Valores de Hong Kong	2000
Bolsa de Valores de Toronto	2000
Bolsa de Valores de Londres	2001
Bolsa de Valores de Tokio	2001
Bolsa de Valores de Suiza	2002
Bolsa de Valores de Lima	2003
Bolsa de Valores de New York-NYSE	2006
Bolsa de Valores de México	2006
Bolsa de valores de Colombia	2007
Bolsa de Valores de Islamabad	2012

Adaptado de (Akhtar, 2002, pág. 4).

La doctrina establece que la desmutualización es el proceso de privatización de las bolsas, de conversión en sociedades cotizadas. “Las bolsas han evolucionado de ser corporaciones de agentes de cambio y bolsa, hasta convertirse en empresas que cotizan en el mercado que gestionan” (Zunzunegui, 2006, pág. 1). El jurista mexicano Víctor Manuel Alfaro Jiménez, profesor de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), señala que la desmutualización comúnmente se realiza en tres etapas: La primera consiste en constituir una sociedad anónima y asignar un valor de intercambio de la membresía por un número determinado de acciones. La segunda etapa consiste en dar acceso a la operación a más participantes, aún sin ser accionistas de la Bolsa. La tercera y última etapa, consiste en listar las acciones de la propia Bolsa de Valores en la Bolsa de Valores local. (Alfaro Jimenez, 2017, pág. 210)

En primer lugar, transformar la naturaleza jurídica de las bolsas de valores a sociedades anónimas significa que las mismas pasan a estar divididas en pequeñas partes denominadas "acciones", dejando atrás las cuotas patrimoniales que eran propiedad exclusiva de las casas de valores. Además que la principal característica de las acciones es que son libremente negociables. Para este tema en específico, el Consejo Nacional de Valores, define acción como:

“El valor que representa la propiedad sobre una de las partes iguales en las que se divide el capital social de una sociedad anónimas (...) y confieren a su propietario la calidad de accionista y deben ser nominativas y registradas en un libro de acciones y accionistas”. (Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, 2007).

En ese sentido, la normativa nacional señala que las acciones pueden clasificarse de la siguiente manera:

“Art. 170.- Las acciones pueden ser ordinarias o preferidas, según lo establezca el estatuto. Las acciones ordinarias confieren todos los derechos fundamentales que en la ley se reconoce a los accionistas. Las acciones preferidas no tendrán derecho a voto, pero podrán conferir derechos especiales en cuanto al pago de dividendos y en la liquidación de la compañía” (Ley de Compañías, 2016)

Esta disposición es concordante con la doctrina, ya que varios autores señalan que las acciones ordinarias, también denominadas “comunes”, representan el derecho de participar en la administración de la sociedad votando en las asambleas de accionistas, mientras que las acciones preferentes, también denominada preferidas, tienen preferencia en la distribución de utilidades, es decir los accionistas preferentes recibirán su parte en primer lugar, inclusive en caso de disolución y liquidación de la compañía. (Mesa, J y San Pedro, V. 2009. págs. 5-6)

Por otro lado, esta transformación cambia la forma de organización interna de la institución ya que al ser una compañía anónima, su órgano principal es la Junta General de Accionistas, que tiene la facultad de orientar y resolver los asuntos sociales de la misma, nombrar y remover a los miembros del directorio y comisarios, conocer anualmente las cuentas, estados financieros e informes que presten el Directorio, el Gerente y los comisarios. (Baldeón Rios, 2009, pág. 18)

Con relación al segundo paso del proceso de desmutualización, no todas las acciones de las bolsas de valores pueden ser propiedad de las casas de valores, ya que la doctrina establece límites al porcentaje accionario que cada una puede manejar. (Lastra, 2007, pág. 13). Esto tiene como efecto, que la oferta a los nuevos inversionistas se amplíe ya que personas tanto naturales o jurídicas, van a poder adquirir acciones de las bolsas de valores y como tal, ser miembros de las mismas sin necesidad de ser intermediario dentro de la negociación de valores, como las casas de valores.

Y, el tercer punto del proceso de desmutualización consiste en que las acciones de las bolsas de valores sean parte del índice bursátil. “Este mecanismo expresa en porcentajes las variaciones que han experimentado las cotizaciones de los valores en un momento dado y es un indicador de la situación sectorial o global del mercado.” (Bolsa de Valores de Quito, 2010, pág. 30). Sin embargo, cada mercado puede llegar a tener su propio índice como es el caso de Colombia, con su Índice de Bursatilidad Accionaria, el Índice Dow-Jones de la Bolsa de Valores de New York o el Índice NIKKEI, de la Bolsa de Valores de Tokio. Esto significa que las acciones de las bolsas de valores sean representativas dentro del propio mercado de valores.

Shamshad Akhtar en su libro *Demutualization of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Case Studies*, indica que el objetivo de la desmutualización es que exista un cambio en la gestión de los intereses de la organización, ya que los miembros deben tener como enfoque central la prestación de servicios en

beneficio de los propios miembros que la componen, con la finalidad de maximizar el valor de las acciones de capital, centrándose en la generación de beneficios de forma competitiva. (Akhtar, 2002, pág. 4). Esto significa que antes los miembros de las bolsas de valores, es decir las casas de valores, se limitaban a ser intermediarios dentro del mercado bursátil, ahora, gracias a la desmutualización se amplía este segmento, permitiendo a cualquier persona natural o jurídica ser inversionista. En tal virtud, los miembros (accionistas) de las bolsas de valores demandarán rentabilidad de la bolsa de valores y como tal, ganancias como resultado de su inversión.

En conclusión, el proceso de desmutualización, genera un cambio en el modelo de negocio de las bolsas de valores, porque se orienta a un enfoque comercial y con valor agregado. Como sugiere Isaac Lovato, el objetivo final del proceso de desmutualización es que las acciones de la bolsa se coticen en la misma bolsa y su precio fluctúe como cualquier otro emisor en función de su actuación y desempeño comparado con los otros mercados existentes. (Lovato Saltos, 2013, pág. 232)

1.4 Ventajas del proceso de desmutualización

De lo expuesto anteriormente, se desprende que la desmutualización abarca muchos cambios respecto a la naturaleza jurídica, participación en el mercado de valores y organización interna de las bolsas de valores. Por lo tanto, en las siguientes líneas se desarrollará brevemente varias ventajas que se han generado dentro de los ámbitos señalados.

La principal ventaja que genera la desmutualización es hacer más atractivo al mercado de valores, porque al cotizar las acciones de las bolsas sus accionistas presionarán a los directivos de turno para conseguir el mejor rendimiento, ya que como inversionistas recibirán las utilidades correspondientes. Además, los clientes encontrarán una Bolsa que provee productos y servicios con mayor valor agregado; los colaboradores podrán

participar en las utilidades de acuerdo al desempeño económico de la nueva sociedad anónima y los proveedores tendrán aún más garantías de trabajar con una institución en crecimiento. (Bolsa de Valores de Quito, 2016).

Como consecuencia, la transparencia y el atractivo de una bolsa desmutualizada aumentan su reconocimiento como fuente de financiamiento de emisores y mercados para intermediarios e inversionistas finales considerando establecer asociaciones o alianzas. (Christensen, 2009, pág. 17). Esto significa que las bolsas de valores se destacarán local o internacionalmente, ya que mientras los accionistas tengan mayores rendimientos, nuevos inversionistas querrán negociar en ese mercado de valores porque lo considerarán atractivo y rentable.

Otra ventaja que se puede considerar, es la apertura para la entrada de nuevos inversionistas. En primer lugar, los inversionistas son “las personas naturales o jurídicas que canalizan su dinero en el mercado de valores con el propósito de obtener una rentabilidad.”(Autoregulador del Mercado de Colombia, 2012). Entonces, esta transformación permite que cualquier persona sea miembro del mercado bursátil al convertirse en accionista de la bolsa de valores; por ejemplo, inversionistas extranjeros, administradoras de fondos, personas del sector público o privado.

Las bolsas de valores también se benefician, porque al transformarse sociedades con fines de lucro, tiene mayor acceso a capital financiero. Esto se debe a que “una importante fuente de capital serán los nuevos accionistas, ya sean individuos o instituciones, distintos a los accionistas–corredores de una bolsa mutual.” (Christensen, 2009, pág. 16). Esto genera que el capital financiero que se obtenga, no sea utilizado únicamente para la constitución de la sociedad anónima como tal, sino que en el futuro se pueda realizar otros actos societarios, como un aumento de capital en base al financiamiento de los inversionistas de la bolsa de valores.

La organización interna de las bolsas de valores también se beneficia ya que dispone que las bolsas de valores puedan autorregularse en cuanto a sus órganos de representación y administración. Doctrinariamente, establece la creación de un gobierno corporativo, lo cual permite que el proceso de toma de decisiones por parte de la administración sea independiente de los intereses de los corredores. (Christensen, 2009, pág. 16). Además, para la conformación de estos órganos se exige que los aspirantes cumplan con requisitos mínimos; y el proceso deberá guiarse en los principios de transparencia, buenas prácticas y eficiencia, con la finalidad de evitar conflictos de interés.

Para finalizar este tema, muchas de las ventajas que son generadas por el proceso de desmutualización son apreciables desde la primera etapa. De igual manera, los beneficios no son otorgados solo a las bolsas de valores, si no a varios actores del mercado de valores.

1.5 Riesgos del proceso de desmutualización

No cabe duda que el proceso de desmutualización representa un alto grado de complejidad, por lo cual, existe la posibilidad que genere ciertos riesgos. Por ejemplo, puede llegar a darse un conflicto de interés para la Bolsa de Valores, ya que tendría una doble función dentro del mercado de valores. Es decir, funciona como un regulador o intermediario del mercado, siendo ésta su función pública; y por el otro lado, al ser una sociedad anónima, su función privada está encaminada a tomar decisiones con la finalidad de maximizar los beneficios para sus accionistas.

Sin embargo, este riesgo puede ser minimizado con una correcta orientación de los órganos de dirección y administración, ya que, las Bolsas de Valores tienen que encaminar sus políticas para separar las dos funciones según una perspectiva objetiva que rinda credibilidad y confiabilidad a los usuarios y miembros del mercado de valores. Además, cabe destacar que la normativa señala ciertos requisitos específicos para las personas que deseen ser parte

del Directorio de las Bolsas de Valores. Por ejemplo, los directivos deben acreditar un título universitario en materias relativas al área económica, jurídica o financiera; además, no pueden incurrir en situaciones de conflicto de interés, entre otras más. (Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, 2016)

CAPÍTULO II. LA DESMUTUALIZACIÓN EN EL ECUADOR

La regulación del proceso de desmutualización fue delegado a la Junta de Regulación del Mercado de Valores, actual Junta de Política Monetaria y Financiera, al amparo de la legislación nacional, teniendo la responsabilidad de llevar cabo este proceso, mediante la emisión de normativa suplementaria, ya que la disposición transitoria tercera de la Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil señaló:

“TERCERA.- Las bolsas de valores actualmente constituidas en el país podrán seguir funcionando pero deberán ajustar su estructura a su nueva naturaleza de sociedades anónimas, con las características establecidas en esta Ley. Para este efecto la Junta de Regulación del Mercado de Valores emitirá la resolución necesaria que viabilice esa transición en el plazo de noventa días contados a partir de la expedición de la resolución indicada.” (Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, 2014)

Por consiguiente, la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, emite la resolución No. 230-2016-V, publicada en el Registro Oficial Suplemento 249 el 20 de mayo de 2014, la cual trata la transformación de corporaciones civiles a sociedades anónimas. El artículo 1 ibídem señala que las bolsas de valores existentes en el país se transformarán en sociedades anónimas. “En el caso que no cumplan con el trámite de transformación entrarán en el proceso de disolución y liquidación” (Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, 2016)

2.1 Transformación de cuotas de participación en acciones

Del capítulo anterior se desprende que tanto la Bolsa de Valores de Guayaquil, como la de Bolsa de Valores Quito, deben transformar sus cuotas patrimoniales en acciones. Consecuentemente, la conversión de las cuotas patrimoniales, que eran propiedad de las casas de valores, a acciones deben transformarse de manera equivalente según las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF's). Sin embargo, la propia normativa establece un límite en cuanto al porcentaje de participación accionaria de las casas de valores a través de la disposición transitoria cuarta de la Ley de Mercado de Valores vigente, ya que individualmente, ninguna casa de valores podrá superar el cinco por ciento (5%) del capital de una bolsa de valores y todas las casas de valores en conjunto no podrán superar el cincuenta por ciento (50%) del capital de la bolsa de valores. (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014)

En tal virtud, la transformación de cuotas de participaciones a acciones se cumplió eficientemente, según lo que refleja el cuadro accionario de cada Bolsa de Valores. A continuación se toma como ejemplo la Bolsa de Valores de Quito BVQ S.A:

Tabla 2.

Accionistas de la Bolsa de Valores de Quito BVQ S.A.

No.	Identificación	Nombre	Capital	%
1	1792065798001	ACCIONES Y VALORES CASA DE VALORES S.A. ACCIVAL	\$ 164.523,00	2,86 %
2	0991301437001	ALBION CASA DE VALORES S.A.	\$ 164.523,00	2,86 %
3	1791277511001	ANALYTICA SECURITIES C.A. CASA DE VALORES	\$ 164.523,00	2,86 %
4	1290064313001	BANRIO CASA DE VALORES S.A.	\$ 164.523,00	2,86 %
5	0991296468001	CASA DE VALORES ADVFIN S.A.	\$ 164.523,00	2,86 %

6	1791273745001	CASA DE VALORES APOLO S.A. ALORAPOLO	\$ 164.523,00	2,86 %
7	0991284834001	CASA DE VALORES DEL PACIFICO (VALPACIFICO) S.A	\$ 164.523,00	2,86 %
8	1791274652001	CASA DE VALORES INTERNACIONAL S.A.	\$ 164.523,00	2,86 %
9	1791257499001	CASA DE VALORES VALUE S.A.	\$ 164.523,00	2,86 %
10	1791276612001	CITITRADING S.A. CASA DE VALORES	\$ 164.523,00	2,86 %
11	1791262514001	COMISIONISTAS BURSATILES COMBURSATIL CASA DE	\$ 164.523,00	2,86 %
12	1704385515	DEL SALTO CISNEROS	\$ 164.523,00	2,86 %
13	1790607127001	ECOFSA, CASA DE VALORES	\$ 164.523,00	2,86 %
14	1791259599001	ECUABURSATIL CASA DE VALORES S.A	\$ 164.523,00	2,86 %
15	1791258797001	FIDUVALOR CASA DE VALORES	\$ 164.523,00	2,86 %
16	1791259777001	HEIMDALPARTNERS CASA DE VALORES	\$ 164.523,00	2,86 %
17	1791275985001	INMOVALOR CASA DE VALORES	\$ 164.523,00	2,86 %
18	0991285350001	KAPITAL ONE CASA DE VALORES S.A. KAOVALSA	\$ 164.523,00	2,86 %
19	1792274796001	MERCAPITAL CASA DE	\$ 164.523,00	2,86 %
20	1791268334001	MERCHANTVALORES CASA DE VALORES	\$ 164.523,00	2,86 %
21	1791274113001	METROVALORES CASA DE VALORES S.A.	\$ 164.523,00	2,86 %
22	1791985648001	ORION CASA DE VALORES S.A.	\$ 164.523,00	2,86 %
23	1791268768001	PICAVAL CASA DE VALORES	\$ 164.523,00	2,86 %
24	0992166150001	PLUSBURSATIL CASA DE VALORES S.A	\$ 164.523,00	2,86 %
25	1792271983001	PLUSVALORES CASA DE VALORES S.A.	\$ 164.523,00	2,86 %
26	1791267990001	PORTAFOLIO CASA DE VALORES S.A. PORTAVALOR	\$ 164.523,00	2,86 %

27	1791355814001	PROBROKERS S.A. CASA DE VALORES	\$ 164.523,00	2,86 %
28	0991280707001	R&H ASOCIADOS CASA DE VALORES R&HVAL S.A.	\$ 164.523,00	2,86 %
29	0991277269001	REAL CASA DE VALORES DE GUAYAQUIL S.A. (CASAREAL)	\$ 164.523,00	2,86 %
30	1791961021001	SANTA FE CASA DE VALORES S.A. SANTA FE VALORES	\$ 164.523,00	2,86 %
31	0991276742001	SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES	\$ 164.523,00	2,86 %
32	1791123298001	STRATEGA CASA DE VALORES	\$ 164.523,00	2,86 %
33	1791258428001	SU CASA DE VALORES SUCAVAL S.A.	\$ 164.523,00	2,86 %
34	1792283965001	VECTORGLOBAL WMG CASA DE VALORES S.A.	\$ 164.523,00	2,86 %
35	0992428252001	VENTURA CASA DE VALORES VENCASA	\$ 164.523,00	2,86 %

Adaptado de (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2016)

Tal como se evidencia en este cuadro, todas las treinta y cuatro (34) casas de valores y la persona natural, son accionistas de la Bolsa de Valores de Quito BVQ S.A en igual proporción, debido a la conversión equivalente de las cuotas de participación a acciones según las normas NIIF. Posteriormente, cuando las acciones de las bolsas de valores se coticen al público, se aplicará la limitación mencionada anteriormente. Adicionalmente a esta limitación porcentual señalada, la propia Ley de Mercado de Valores, en su disposición transitoria cuarta, establece que las casas de valores tienen dos años desde la expedición de esta ley para desprenderse de las acciones que exceden el porcentaje establecido.

Vencido el plazo determinado en el inciso anterior, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros dispondrá la incautación de las acciones a prorrata de todas las acciones de las casas de valores en las bolsas de valores, y ordenará su venta en pública subasta. Los valores que se obtengan en la venta en pública subasta serán entregados a las respectivas casas de valores.

La naturaleza propia de las acciones es la libre negociación. Limitar el porcentaje que cada casa de valores puede tener, podría llegar a ser una vulneración a sus derechos como tal, sin embargo la misma Ley de Valores establece al final de su artículo 2 que “cualquier limitación a la libre negociación y circulación de valores no establecida por Ley, no surtirá efectos jurídicos y se tendrá por no escrita.” (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014). Es decir, ya que existe una limitación legal si tiene validez. No obstante, en la práctica, esta limitación puede ser fácilmente evadida ya que los miembros de cualquier casa de valores, como personas naturales, podrán adquirir acciones y por lo tanto tener un porcentaje mayor del capital social de las bolsas de valores, cuando las referidas acciones se coticen en el Mercado de Valores.

De manera adicional, la resolución No. 230-2016-V establece que el capital social mínimo suscrito y pagado de las bolsas de valores es de USD 5.000.000,00 (Cinco Millones de Dólares de los Estados Unidos de América 00/100). Por ejemplo, la Bolsa de Valores de Quito sociedad anónima, cuenta con una capital social de USD 5.758.305 (cinco millones setecientos cincuenta y ocho mil trescientos cinco dólares de los Estados Unidos de América 00/100) dividido en cinco millones setecientos cincuenta y ocho mil trescientos cinco acciones ordinarias y nominativas de un dólar de valor nominal cada una. Mientras que la Bolsa de Valores de Guayaquil Sociedad Anónima, cuenta con un capital social de USD 5,849.655.00 (cinco millones ochocientos cuarenta y nueve mil seiscientos cincuenta y cinco dólares de los Estados Unidos de América 00/100), dividido en igual número de acciones ordinarias y nominativas de un dólar nominal cada una.

Es importante señalar que la normativa establece que la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros es la encargada de otorgar el permiso de funcionamiento como sociedad anónima a cada Bolsa de Valores, mediante la respectiva resolución. Efectivamente esto si se cumplió por parte de la entidad, por lo que actualmente a través del Portal Web de la página de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se puede evidenciar que

las dos bolsas de valores ecuatorianas ya forman parte del sector Societario y del Mercado de Valores.

2.2 Cotización de acciones de las bolsas de valores

El segundo paso dentro del proceso de desmutualización consiste en que las acciones de las bolsas de valores se coticen dentro de las mismas bolsas. Este es un paso necesario para poder seguir con el proceso, por ejemplo, México desmutualizó sus bolsas de valores y por consiguiente el 13 de junio de 2008 la Bolsa Mexicana de Valores S.A.B. de C.V., llevó a cabo la oferta pública inicial de las acciones representativas de su capital social. (Bolsa Mexicana de Valores). De igual manera, la Bolsa de Valores de Brasil -BOVESPA Holding- y la Bolsa de Mercaderías Futuros brasileña -BM&F-, entre otras más. (Mifano, 2007).

Otra entidad que cumplió con este paso es la Bolsa de Valores de Colombia, la cual se creó desmutualizada en el 2001 como resultado de la liquidación y posterior unificación de las tres bolsas de valores que existían en ese país (Bolsa de Valores de Bogotá, Bolsa de Valores de Medellín y Bolsa de Valores de Occidente). Por lo que, en mayo de 2007, cumplió satisfactoriamente con el segundo paso, es decir la Bolsa de Valores de Colombia cotizó sus acciones en la misma bolsa. No obstante, desde el nacimiento de esta bolsa de valores, el Mercado de Valores de Colombia ha tenido un gran auge debido al proceso de desmutualización. “Lo cual tuvo como consecuencia que la bolsa colombiana sea la más rentable del mundo en 2005, y la segunda más rentable (después de la de Egipto) en 2004.” (Rodríguez Gravito, pág. 12)

Sin embargo, las Bolsas de Valores de Ecuador aún no cumplen con este segundo paso y lo que es peor aún, no existe certeza en relación al tiempo que demorará hasta que esto se cumpla, ya que la normativa nacional no establece un tiempo o plazo específico para que esto ocurra. Esto significa que nos encontramos frente al primer vacío legal dentro del proceso de

desmutualización. No obstante, ¿Qué se requiere para que las acciones se coticen al público? Para el caso puntual de Ecuador, Diego Araujo, funcionario de la Bolsa de Valores de Quito, señaló que en primer lugar, se requiere que las acciones estén inscritas en el Catastro Público del Mercado de Valores, posteriormente se solicitará una calificación de riesgo de las referidas acciones, y efectivamente, podrán cotizarse públicamente. (Araujo, 2017)

2.2.1 Inscripción de las acciones de las bolsas de valores en el Catastro Público de Mercado de Valores

El artículo 18 de la Ley de Mercado de Valores señala: “Art. 18.- Del alcance y contenido.- Créase dentro de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el Catastro Público del Mercado de Valores en el cual se inscribirá la información pública respecto de los emisores, los valores y las demás instituciones reguladas por esta Ley.” Además que por disposición legal, esta inscripción es un requisito previo para la participación en el mercado bursátil y extrabursátil.

En el mismo artículo *ibídem*, señala que en el Catastro Público del Mercado de Valores deberán inscribirse, entre otras, las siguientes:

1. Los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores;
2. Las bolsas de valores y sus reglamentos de operación; (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014)

Como se mencionó en el punto precedente, en primer lugar las acciones de las Bolsas de Valores de Ecuador deben inscribirse en el Catastro Público de Mercado de Valores. Para esto, la propia resolución No. 230-2016-V señaló un tiempo determinado, dentro de sus disposiciones transitorias lo siguiente:

“SEGUNDA.- En el plazo de noventa (90) días contados a partir de la fecha de autorización de funcionamiento de las bolsas de valores, éstas deberán solicitar a la Superintendencia de Compañías, Valores y

Seguros su inscripción como emisor de valores y la de sus acciones en el Catastro Público del Mercado de Valores.” (Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, 2016)

Aquí existe un serio problema, ya que la resolución que autoriza el funcionamiento de la Bolsas de valores de Quito como sociedad anónima fue emitida el 20 de julio de 2016 y la resolución referente a la Bolsa de Valores de Guayaquil como sociedad anónima, fue emitida el 27 de julio de 2016. Esto significaría que hasta octubre del año 2016, debió cumplirse tanto la solicitud de inscripción de las bolsas como la inscripción de sus acciones en el Catastro Público del Mercado de Valores. Sin embargo, la única resolución al respecto es la signada con el número SCVS- INMV- DNAR- 16- 0004307 de 3 de agosto de 2016, la cual señala lo siguiente:

“Artículo Primero.- Disponer que en el catastro público del Mercado de Valores se anote al margen de la inscripción de los operadores de valores allí inscritos para actuar exclusivamente en una de las bolsas, bajo responsabilidad de una determinada casa de valores, que ellos pueden actuar tanto en la Bolsa de Valores de Guayaquil, como en la Bolsa de valores de Quito.” (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2016)

Esto evidencia que a la fecha de hoy y dentro del plazo establecido en la normativa ecuatoriana, solo se cumplió con la inscripción de las dos Bolsas de Valores en el Catastro Público de Mercado de Valores, dejando de lado a la inscripción de las propias acciones de las Bolsas de Valores en el registro correspondiente.

2.2.2 Calificación de riesgo de las acciones

El Código Orgánico Monetario y Financiero, en su segundo libro, es decir la Ley de Mercado de Valores, señala el concepto de calificación de riesgo de la

siguiente manera: Se entenderá por calificación de riesgo, “la actividad que realicen entidades especializadas, denominadas calificadoras de riesgo, mediante la cual den a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública.” (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014)

Es importante destacar que en el caso de las acciones emitidas por una sociedad anónima, este procedimiento es voluntario del emisor. En tal virtud, las Bolsas de Valores de Ecuador tendrán la opción de realizar este procedimiento previo a la oferta pública.

Para la calificación de riesgos, la normativa señala que la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera (antiguo Consejo Nacional de Valores) determinará los sistemas, procedimientos, categorías de calificación y periodicidad de la misma, considerada su naturaleza de valores de renta fija o variable y en atención a normas generales. De manera adicional, estos procedimientos y demás deberán inscribirse en el Catastro Público del Mercado de Valores, previa su aplicación. Para el caso de las acciones, el literal b del artículo 188 del segundo libro del Código Orgánico Monetario y Financiero señala: b) Cuando se califiquen acciones de sociedades, se lo hará en atención a la solvencia del emisor, las características de las acciones, la información del emisor y sus valores y a otros factores que determine Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014).

Por ejemplo, la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A, se encarga realizar calificaciones de riesgo de títulos representativos de deuda, de acciones, de fondos mutuos y/o inversión, de instituciones financieras y compañías de seguros. De manera general, las etapas generales que sigue para llevar a cabo este proceso son:

1. Análisis de información financiera-económica histórica.
2. Visita al menos dos veces al año a las instalaciones.
3. Reunión de funcionarios con miembros del comité de calificación.
4. Sesión interna del comité de calificación.
5. Asignación de calificación.
6. Vigilancia y seguimiento por parte del analista responsable y el comité de calificación. (Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A, 2015)

Aunque es una opción del emisor cumplir con este procedimiento (en el caso de sociedades anónimas), en la práctica, la mayoría de compañías no lo hacen. No obstante, la compañía Cerro Alto Forestal (Highforest) S.A, si prefirió someter su emisión de ciento cincuenta mil acciones (\$ 150,000.00) a este procedimiento, por parte de la calificadora de riesgos Class International Rating S.A. (Class International Rating, 2012). La referida institución calificó esta emisión con AAA-, segunda calificación más alta, lo cual significa que la emisora presenta una excelente situación económica, tal como lo muestra el siguiente cuadro.

CALIFICACIONES DE RIESGO									
EMISOR	RUC	No. RESOLUCIÓN RMV	FECHA RESOLUCIÓN RMV	ESTADO	VALORES INSCRITOS	MONTO EMISIÓN (miles de dólares)	FECHA DE CALIFICACIÓN INICIAL	CALIFICACIÓN INICIAL	CALIFICADORA DE RIESGO
SECTOR AGRÍCOLA-GANADERO-PESQUERO-MADERERO									
CERRO ALTO FORESTAL (HIGHFOREST) S.A.	0992729120001	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-12-0003815	17-jul-12	ACTIVO	ACC	150,00	21-jun-12	AAA-	Class International Rating S.A.

Figura 1. Calificación de riesgo de Cerro Alto Forestal (Highforest) S.A Tomado de (Class International Rating, 2012).

Como lo señaló Diego Araujo, la Bolsa de Valores de Quito si someterá sus acciones a la calificación de riesgos. De manera personal, considero una decisión acertada ya que otorga seguridad, confianza y transparencia al inversor para que pueda tomar la mejor decisión, más aún en la realidad ecuatoriana que existe desconocimiento de los productos que se negocian en el mercado de valores. Pero no se debe olvidar que este proceso debería ser más ágil para que los demás actores del mercado de valores no se vean perjudicados, ya que esto impide el desarrollo del proceso de desmutualización, porque hasta que no se tenga la calificación de riesgos de las acciones de la Bolsa de Valores de Quito (en este caso), las mismas no podrán cotizarse públicamente.

2.3 Índice de Mercado Bursátil

Como se desarrolló en el primer capítulo, el último paso dentro del proceso de desmutualización consiste en que las acciones de las bolsas formen parte del Índice del mercado bursátil. Dentro de este punto, vale la pena destacar dos cosas, la primera es que como bien se puede inferir a partir del desarrollo del presente capítulo, Ecuador aún no comienza este paso, ya que ni siquiera se cotizan las acciones de las bolsas al público. Y la segunda es que, existen varios índices bursátiles dependiendo del país, mercado y objetivo que éste mecanismo tenga.

Varios países, como Colombia, Estados Unidos, Inglaterra, entre otros, han completado exitosamente este proceso de desmutualización, incluyendo el último paso. Para poder ejemplificar de mejor manera, se explicará la situación de Bolsas y Mercados Españoles. Esta institución se creó a partir de la unión de las bolsas españolas y el resto de mercados y sistemas financieros, por lo cual se configura como el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros en España y cotiza en Bolsa desde el 14 de julio de 2006. (Bolsas y Mercados Españoles, 2017).

Bolsas y Mercados Españoles, es el cuarto mayor operador de mercados de Europa por volumen de contratación de renta variable según datos de la Federación Europea de Bolsas (FESE) y se encuentra dentro del índice IBEX TOP DIVIDENDO ®. De manera específica, el Índice IBEX TOP DIVIDENDO está compuesto por los 25 valores con mayor rentabilidad por dividendo siempre que presenten un historial de pago de dividendos ordinarios de al menos 2 años. (Bolsa de Barcelona, 2017). En el siguiente cuadro se podrá apreciar de una mejor manera todas las compañías que están dentro de este índice, destacando que Bolsas y Mercados Españoles están en quinto lugar.

IBEX TOP DIVIDENDO							
Valor	Código	Rentabilidad por div. 2016 %	Ponderación %	Valor	Código	Rentabilidad por div. 2016 %	Ponderación %
TELEFONICA	TEF	8,39	7,96	IBERDROLA	IBE	4,51	3,92
B. SABADELL	SAB	6,65	6,78	RED ELE.CORP	REE	4,48	3,85
BBVA	BBVA	5,75	5,13	ACS CONST.	ACS	3,83	3,41
ABERTIS INFR	ABE	5,42	5,07	MEDIASET ESP	TL5	4,43	3,37
BOLSAS Y MER	BME	6,89	4,99	SAETA YIELD	SAY	8,94	3,35
CAIXABANK	CABK	4,78	4,99	TEC.REUNIDAS	TRE	3,58	3,14
ENAGAS	ENG	5,59	4,87	ENDESA	ELE	8,58	3,05
REPSOL	REP	4,67	4,49	ACCIONA	ANA	3,58	2,76
DIA	DIA	4,29	4,33	MAPFRE	MAP	4,50	2,50
GAS NATURAL	GAS	7,43	4,22	ENCE	ENC	5,26	2,48
INT.AIRL.GRP	IAG	4,09	4,15	ZARDOYA OTIS	ZOT	3,99	1,64
SANTANDER	SAN	4,03	4,02	ATRESMEDIA	A3M	3,85	1,60
FERROVIAL	FER	4,23	3,92				

Figura 2. Ibex Top Dividendo de las Bolsas y Mercados Españoles
Tomado de (Bolsa de Barcelona, 2017)

Otro gran ejemplo, es el caso de la Bolsa de Valores de Colombia, ya que según el Índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC), el cual mide el comportamiento promedio de los precios de las acciones en el mercado nacional, creció de una manera exorbitante a partir de la desmutualización. (Bolsa de Valores de Colombia, 2017). En la siguiente gráfica se puede observar que el crecimiento del IGBC fue sostenido desde 2003 y dramático desde 2005. Si se amplía el período de observación, se observa que en términos porcentuales creció, un 600% entre julio de 2000 y julio de 2005, y en un 100% entre julio de 2004 y julio de 2005. (Rodríguez Gravito, pág. 12).

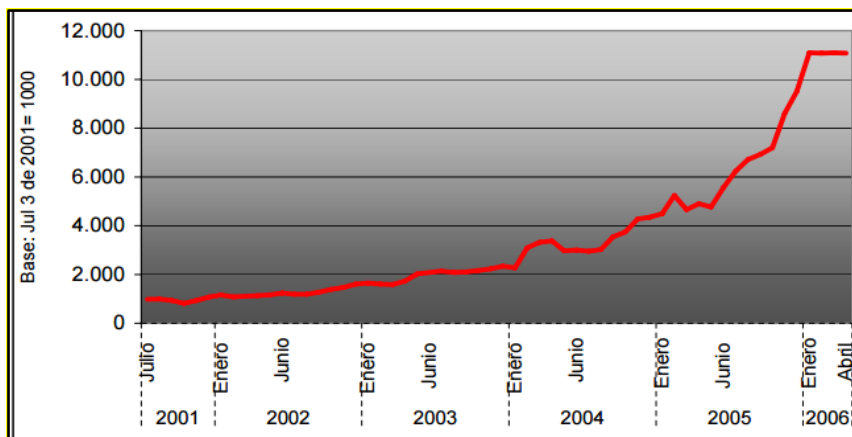


Figura 3. Índice General de la Bolsa de Colombia
Tomado de (Bolsa de Valores de Colombia, 2017)

Adicionalmente, cada acción de la Bolsa de Valores de Colombia, tiene un valor nominal de un (1) dólar de los Estados Unidos de América, sin embargo, al cotizar estas mismas acciones en la bolsa de valores, a fecha de hoy, 28 de abril de 2017, su precio cerró en veinte y cuatro (24) dólares de los Estados Unidos de América. (Bolsa de Valores de Colombia, 2017). Lo cual genera más dividendos para los propios accionistas de la bolsa y además, la hace más atractiva y rentable para nuevos inversores.

Entonces, ¿Qué debería pasar en Ecuador? Realmente las emisiones de acciones de ambas bolsas de valores ecuatorianas deberían formar parte de su propio índice bursátil. Para el caso de la Bolsa de Valores de Quito, las acciones que coticen deberían formar parte del índice Bursátil denominado Ecuindex. La propia Bolsa de Valores de Quito lo conceptualiza así: Ecuindex es el índice bursátil del mercado ecuatoriano de acciones, elaborado por la Bolsa de Valores de Quito, el cual se utiliza para observar las variaciones diarias de las acciones que se cotizan a nivel nacional y está compuesto por una canasta de los diez emisores más representativos del último semestre respecto a su capitalización bursátil, número de transacciones y monto efectivo negociado. (Bolsa de Valores de Quito, 2017). Por ejemplo, este es el Ecuindex de la tercera semana de abril de 2017, con su respectiva gráfica:

Índices del Mercado Bursátil							
Índice	lunes 17	martes 18	miércoles 19	jueves 20	viernes 21	Variación del día	Variación de la Semana
ECUIINDEX	1.128,14	1.128,14	1.123,45	1.123,45	1.122,28	-0,10%	-0,52%
Financiero	392,38	392,38	392,38	392,38	392,38	0,00%	0,00%
Industrial	2.070,34	2.070,34	2.070,34	2.070,34	2.070,34	0,00%	0,00%
Servicios	1.245,36	1.245,36	1.221,60	1.221,60	1.215,66	-0,49%	-2,38%

Figura 4. Ecuindex de 17 al 21 de abril de 2017

Tomado de (Bolsa de Valores de Quito, 2017)

Valores de Mayor Rendimiento Efectivo (TEA)				
Emisor	Valor	Rendimiento Efectivo (%)	Plazo (Días)	
MINISTERIO DE FINANZAS	BONOS DEL ESTADO	11,57%	2.702	
MINISTERIO DE FINANZAS	BONOS DEL ESTADO	11,30%	2.346	
MINISTERIO DE FINANZAS	BONOS DEL ESTADO	11,02%	1.989	
MINISTERIO DE FINANZAS	BONOS DEL ESTADO	11,02%	1.988	

Valores de Mayor Valor Efectivo Negociado					
Emisor	Valor	Precio	Rendimiento Efectivo (%)	Plazo (Días)	Valor Efectivo
BANCO INTERNACIONAL	CERTIFICADO DE DEPOSITO	100,21	2,27%	56	501.064
BANCO BOLIVARIANO C.A.	LETRAS DE CAMBIO	99,32	2,78%	89	496.624
BANCO GUAYAQUIL S.A.	POLIZAS DE ACUMULACION	100,31	2,27%	74	300.917
BANCO GUAYAQUIL S.A.	POLIZAS DE ACUMULACION	100,33	2,27%	79	254.217

Figura 5. Valores de Mayor rendimiento y mayor efectivo negociado de Ecuindex de 17 al 21 de abril de 2017

Tomado de (Bolsa de Valores de Quito, 2017)

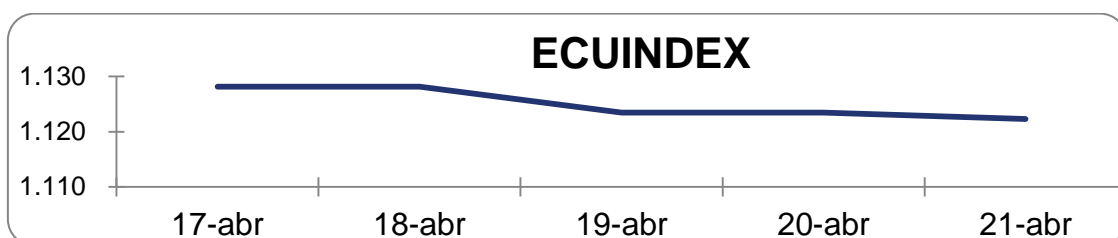


Figura 6. Rendimiento de Ecuindex de 17 al 21 de abril de 2017

Tomado de (Bolsa de Valores de Quito, 2017)

Por lo tanto, el proceso de desmutualización de las Bolsas de Valores de Ecuador está incompleto, para lo cual el organismo competente, en este caso, la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, debería emitir norma suplementaria que regule los vacíos legales y que también señale nuevas directrices para continuar con el proceso. Como se explicó en todo el capítulo, los vacíos legales versan sobre el segundo y tercer paso de la desmutualización.

Además que, aunque la falta de regulación es una falla del organismo rector, también se ha podido evidenciar que las propias bolsas de valores ecuatorianas no cumplen a cabalidad con las disposiciones legales, ya que no respetan el plazo otorgado para solicitar la inscripción de sus acciones en el Catastro Público del Mercado de Valores, ni tampoco agilizan el proceso de cotización de las acciones por lo cual es imposible saber si algún día las acciones de las bolsas llegarán a ser parte del índice del mercado bursátil.

CAPÍTULO III. PROPUESTA JURÍDICA A LOS PROBLEMAS PLANTEADOS

3.1 Nueva resolución creada por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo desarrollado en los dos capítulos anteriores, toda la normativa ecuatoriana establece de manera ligera los plazos para el proceso de desmutualización, a través de la Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario, Financiero y Bursátil, la Ley de Mercado de Valores y la Resolución No. 230-2016-V. Por otro lado, aunque la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera debía emitir las directrices para que se lleve a cabo este proceso, solo emitió la resolución de transformación de las bolsas de valores de corporaciones civiles sin fines de lucro a sociedades anónimas. Lo cual genera que no se tenga control en cuanto al tiempo que deberá tomar que se cumpla todo el proceso, ya que a la fecha de hoy ha pasado más de un año desde que entró en vigencia la mencionada resolución y sigue inconcluso el proceso, generando una dilatación innecesaria y prejuicios a todos los partícipes del mercado de valores.

Ya que falta el cumplimiento del segundo y tercer paso de la desmutualización, ¿Cuál es una posible solución para impulsar este proceso? Una opción muy factible es que la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera emita una resolución estableciendo plazos tomando en consideración lo que han hecho países que se han sometido a este proceso y que lo han cumplido exitosamente. Lo cual “presionaría” tanto a los sujetos de derecho público como la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, al Catastro Público de Mercado de Valores y otras, como a los sujetos de derecho privado, como las bolsas de valores, casas de valores, para que cumplan su parte del proceso.

Y, ¿qué hacer en caso de incumplimiento de la ley? La propuesta que se desarrolla a partir de la investigación realizada, es remitirse a la Ley de Mercado de Valores, a través de su disposición general décima octava que señala lo siguiente:

“Décima Octava.- De la Bolsa Pública.- En caso que las Bolsas de Valores del país no cumplan con las facultades otorgadas por esta ley, será potestad de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera disponer la creación de una Bolsa de Valores Pública con el fin de satisfacer las necesidades generales o particulares que se presenten en el mercado de valores.” (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014).

Además, la misma ley se ha remitido a esta opción en concordancia con lo dispuesto en su disposición transitoria tercera y quinta, ya que también señala a la creación de una bolsa pública como una posible solución. La parte pertinente de la primera disposición mencionada es la siguiente: “(...) En caso de que hubieren transcurrido noventa días desde la expedición de la resolución indicada en el inciso anterior y no se hubiere constituido ninguna sociedad anónima bolsa de valores, se podrá constituir una bolsa pública”. (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014). De igual manera, la segunda disposición señala que: “(...) Las bolsas de valores que no hubieren dado cumplimiento a lo establecido en esta disposición entrarán en estado de disolución y liquidación.” (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014). Esta nueva bolsa pública, como su nombre lo indica, tendría naturaleza de derecho público con autonomía adscrita al Ministerio encargada de las Finanzas. Varios países han optado por constituir una bolsa de valores pública, por ejemplo Venezuela, con la Bolsa Pública de Valores Bicentenaria. (Gobierno Bolivariano de Venezuela)

En tal virtud, la nueva resolución que emitiría la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera tendrá que suplir los vacíos legales respecto a los

plazos para completar el proceso de desmutualización y las contingencias que se pueden dar por el incumplimiento de la misma normativa, como se estableció en párrafos anteriores.

3.2 Intervención por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

3.2.1 Acciones propiedad de las casas de valores

Como se señaló anteriormente, las casas de valores tienen 2 años para desprenderse de su paquete accionario como miembros de las bolsas de valores, desde la expedición de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil. Sin embargo, esta ley se expidió en el 2014 y han pasado más de tres años y no se ha cumplido con esta disposición. No obstante, la ley *ibídem* señala que pasa si esto no se cumple, a través de su disposición transitoria cuarta, la cual detalla lo siguiente:

“Vencido el plazo determinado (...) la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros dispondrá la incautación de las acciones a prorrata de todas las acciones de las casas de valores en las bolsas de valores, y ordenará su venta en pública subasta. Los valores que se obtengan en la venta en pública subasta serán entregados a las respectivas casas de valores”. (Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, 2014).

De cierta manera, que las casas de valores no se desprendan de sus acciones, no depende totalmente de su decisión, ya que, ha influido la situación actual que las bolsas de valores están atravesando. Entonces, ¿Por qué las casas de valores no pueden desprenderse de sus acciones? Realmente, para que las acciones de las casas de valores puedan cotizarse en el mercado de valores, primero deben estar inscritas en el Catastro Público del Mercado de Valores. Y, como se mencionó en el capítulo anterior, la solicitud de la inscripción de estas

acciones ya se dio en el año 2016, sin embargo aún no se emite la resolución favorable de inscripción.

Además, como únicamente se estableció un plazo para la solicitud de inscripción, pero no para la inscripción de las acciones como tal, no se tiene conocimiento de cuánto tiempo más se demorará para que esto se cumpla. Pese a que las bolsas de valores solicitaron la inscripción de sus acciones en el Catastro, han pasado más de dos años desde la vigencia de la ley y las casas de valores siguen siendo propietarias de más de 5% de las acciones de las bolsas de valores (de manera individual) y más del 50% de las acciones de las bolsas de valores (de manera conjunta).

A pesar que no sea culpa directa de las casas de valores que no puedan desprenderse de las acciones, la normativa ecuatoriana responsabiliza a las entidades que incumplan las disposiciones de la ley. Para este caso puntual, se remite al artículo 56 de la Ley de Mercado de Valores, el cual señala que las casas de valores deben comunicar dentro del término de 5 días el incumplimiento de las disposiciones reglamentarias, para que el organismo de control subsane el hecho en la forma y plazo que lo determine. (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014).

Por lo cual, el organismo de control es decir, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros debería subsanar este hecho. En virtud de esto, la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil agrega mediante un artículo innumerado la atribución que esta entidad tiene para hacer cumplir las disposiciones, detallándola así:

“Art. ...- Intervención.- Es facultad de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros declarar la intervención de las entidades reguladas por esta Ley, con la finalidad de precautelar los intereses de los inversionistas, socios o accionistas, y terceros, sin perjuicio del establecimiento de las responsabilidades administrativas a que hubiere

lugar.” (Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, 2014)

Además, la misma ley señala varias causales para que se dé la intervención. Para este caso, sería pertinente abordar el numeral 1 y 2 del mencionado artículo innumerado, los mismos que señalan que la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, debe intervenir cuando existan irregularidades producto de inobservancias a la Ley y demás normas complementarias o cuando existan irregularidades que pudieren ocasionar perjuicios los participantes del mercado de valores, aunque hayan sido detectadas de oficio o a petición de parte. (Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, 2014).

Es decir, ya que las casas de valores y las bolsas de valores no han cumplido con el mandato de la ley, esta sería una opción válida para poder impulsar de alguna manera el proceso de desmutualización. Porque, que este proceso esté dilatado excesivamente, genera perjuicios a las mismas casas de valores, ya que al no desprenderse de sus acciones no reciben el monto económico que le corresponde, a las bolsas de valores ya que sus acciones aún no pueden cotizarse mediante oferta pública perdiendo inversionistas y reflejando que no son tan atractivas como otro tipo de valores del mercado y a los propios inversionistas ya que aunque tengan el dinero para invertir no lo pueden hacer en estas acciones, perdiendo rentabilidad. Además, la intervención que realice esta entidad solo durará el tiempo necesario para solucionar la situación irregular.

3.2.2 Consecuencia de la inobservancia de la ley

Si se aplicaría la ley a cabalidad, debería remitirse al artículo 208 de la Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil, 2014, la cual señala que la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros puede sancionar a las entidades que regula por una infracción leve,

grave o gravísima. Porque de los pocos plazos que se establecían para el desarrollo del proceso de desmutualización, éstos no se cumplieron. Sin embargo, en cierta parte ambas entidades no son totalmente culpables por no cumplir sus obligaciones, ya que son los vacíos legales que existen los que también han llegado a afectar su situación.

Por lo tanto, correspondería una infracción grave, para lo cual, la normativa ecuatoriana la define como “aquellas que ponen en serio peligro o lesionan gravemente los intereses de los partícipes en el mercado o de terceros” (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014). La sanción puede ser económica si se relaciona con una transacción del mercado de valores, inhabilitación temporal hasta por cuatro años para las personas o la suspensión temporal de la autorización de funcionamiento, hasta por un año. No obstante, es obvio que la sanción no arregla el problema del incumplimiento del proceso de desmutualización, pero es una consecuencia que se genera, obligando así a que los partícipes del mercado de valores hagan su parte con la diligencia debida.

3.3 Políticas Públicas

Como último punto, es fundamental incentivar la inversión en el mercado de valores. Para esto, la normativa ecuatoriana atribuye a la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera varias atribuciones con el mercado de valores, a través del artículo 9 de la Ley de Mercado de Valores. Entre las atribuciones de la Junta se encuentran las siguientes:

- “1. Establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento;
2. Impulsar el desarrollo del mercado de valores, mediante el establecimiento de políticas y mecanismos de fomento y capacitación sobre el mismo;

3. Promocionar la apertura de capitales y de financiamiento a través del mercado de valores, así como la utilización de nuevos instrumentos que se puedan negociar en este mercado (...)” (Código Orgánico Monetario y Financiero, 2014)

Entonces, como se desarrolló en este capítulo, la primera política pública indispensable para completar el proceso de desmutualización, es la creación de una nueva resolución que supla los vacíos legales. En segundo lugar, es notorio que en Ecuador no existe una cultura de ahorro e inversión, por lo cual la mayoría de personas no entienden el funcionamiento del mercado de valores y por lo tanto, no lo ven como una opción rentable para que sus ahorros generen mayores ganancias.

En tal virtud, se deben crear otras políticas públicas, como programas específicos de capacitación a los inversionistas (que pueden ser personas naturales o jurídicas), para que tengan mayor conocimiento de este segmento de mercado y se puedan remitir a éste como una opción para canalizar sus ahorros. De igual manera, otra política pública necesaria es aquella que fomente la inversión en el mercado de valores, es decir que promueva la apertura de la inversión así como la capacitación a los inversionistas, que además pueden ser personas naturales o jurídicas. Es importante destacar, que acudir al mercado de valores es una alternativa para tener financiamiento por la vía de transformación del activo y no del incremento del pasivo, por lo cual es una alternativa de búsqueda de fondos menos costosa que el tradicional, es decir un préstamo bancario. (Ministerio de Industrias y Productividad , 2012, pág. 69)

Ciertos países incentivan la inversión del mercado de valores con políticas tributarias más flexibles con las compañías que cotizan en la bolsa de valores. Como es el caso de Argentina, India, Canadá, entre otros, en los cuales los incentivos más comunes son:

- “1) Incentivos previos (front-end incentives) en los cuales el inversor recibe crédito fiscal en su impuesto a las ganancias gracias a sus inversiones calificadas (qualifying investments); y,
- 2) Incentivos retroactivos (back-end incentives) cuando el inversor recibe descuentos en su impuesto a las ganancias de capital por sus inversiones.” (Mariana Ferreira, 2008, pág. 12)

Efectivamente, en Ecuador si existen políticas públicas para fomentar el mercado de valores, sin embargo son muy reducidas ya que se enfocan en las medianas y pequeñas empresas. Para que las acciones de la bolsa de valores entren al índice bursátil, deben emitirse otras políticas públicas para que su oferta sea más atractiva al público, como la promoción de las mismas y condiciones especiales a los inversionistas.

4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

4.1 Conclusiones

Después de toda la investigación y análisis realizado en el presente trabajo de titulación, se desprende lo siguiente:

La globalización ha provocado que el mercado de valores deba cambiar y actualizarse, con la finalidad de ser más atractivo para los inversionistas, por lo cual varios países de todo el mundo han optado por desmutualizar sus bolsas de valores, cumpliendo todo el procedimiento a cabalidad.

La doctrina establece que el proceso de desmutualización consiste en tres pasos: la transformación de la naturaleza jurídica de las bolsas de valores de corporaciones civiles sin fines de lucro a sociedades anónimas, la cotización de las acciones de las bolsas de valores en las propias bolsas y que éstas acciones sean parte del índice bursátil, es decir que sean una de las negociadas en el mercado.

La normativa emitida por la Asamblea Nacional y por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera para el efecto es deficiente, ya que se limitó a señalar las directrices del primer paso, dejando vacíos legales en cuanto al segundo y tercer paso del proceso.

El no establecer plazos específicos para que se cumpla la desmutualización, ha ocasionado que varios partícipes del mercado de valores no puedan desempeñar su papel con la eficiencia y diligencia debida, como es el caso del fallido desprendimiento de las acciones por parte de las casas de valores.

4.2 Recomendaciones

Los demás instituciones que participan en el mercado de valores deberían presionar a los organismos de regulación, para que emitan una normativa que

contemple todos los aspectos y las posibles contingencias que se puedan dar como producto de este proceso.

Es indispensable el apoyo por parte de las entidades públicas, como la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera y la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros para que el mercado de valores pueda tener un rol protagónico en la economía del país.

El fomento y la promoción del mercado de valores no debe limitarse al proceso de desmutualización, ya que en el país, acudir a este mercado no es una opción muy conocida por los inversionistas, por lo cual se debe impulsar la creación de políticas públicas.

La capacitación debe ampliarse a los pequeños, medianos y grandes empresarios para que conozcan que el mercado de valores es una alternativa de inversión y también los beneficios y ventajas que acarrea su participación.

REFERENCIAS

- Akhtar, S. (2002). *Demutualization of Stock Exchanges: problems, solutions and case studies*. Manila. Recuperado el 30 de marzo de 2017 de <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.200.7614&rep=rep1&type=pdf>
- Alfaro Jimenez, V. M. (2017). Glosario de términos en Ciencias Políticas y Gestión Administrativa: Recuperado el 4 de abril de 2017 de <http://www.paginaspersonales.unam.mx/files/358/GlosarioCienciasPoliticasyGestionPublica2de3.pdf>
- Autoregulador del Mercado de Colombia. (2012). *AMVCOLOMBIA. EL ABC DEL INVERSIONISTA*: Recuperado el 23 de marzo de 2016 de https://www.citibank.com.co/resources/pdf/Cartilla_ABC_Mercado_Valores.pdf
- Baldeón Rios, J. (2009). *Aspectos generales del mercado de valores de Quito*. Córdova: El Cid.
- Bolsa de Barcelona. (2017). *Informes de Ibex Top Dividendo*. Recuperado el 30 de abril de 2017 de http://www.borsabcn.es/docs/SBolsas/InformesSB/FS-IbexTopDiv_ESP.pdf
- Bolsa de Valores de Colombia. (2017). Mercado de Renta Variable. Recuperado el 30 de abril de 2017 de <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones>
- Bolsa de Valores de Guayaquil. (2016). *Bolsa de Valores de Guayaquil*. Recuperado el 23 de marzo de 2016 de <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/institucion.asp>
- Bolsa de Valores de Quito. (2017). Sistema Transaccional SEB-Bolsa de Valores de Quito- Reporte Diario 08-05-2017. Recuperado el 30 de abril de 2017 de Ecuindex: <http://www.bolsadequito.info/uploads/estadisticas/cargas/Ecuindex-Indicadores/ecu-ind.xls>

- Bolsa de Valores de Quito. (2010). *Diccionario Bursátil*. Quito: Don Bosco.
- Bolsa Mexicana de Valores. (s.f.). *Bolsa Mexicana de Valores*. Recuperado el 26 de abril de 2017 de <http://www.bmv.com.mx/es/grupo-bmv/acerca-de>
- Bolsas y Mercados Españoles. (2017). Que es BME. Recuperado el 30 de abril de 2017 de <https://www.bolsasymercados.es/esp/Sobre-BME/Que-es>
- Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. (2015). Metodología de Calificación de Riesgo de Bancos e Instituciones Financieras del Ecuador. Recuperado el 25 de abril de 2017 de http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/ec-metodologia_pcr_bancos_e_instituciones_financieras_1.pdf
- Celsi, M. (2009). *Sociedades Anónimas*. Córdoba, Argentina: El Cid.
- Cevallos Vásquez, V. (1997). *Mercado de Valores y contratos*. Quito: Jurídico del Ecuador.
- Christensen, A. (2009). El reto de modernizar el Mercado Bursátil: Cinco Principios. *Desmutualización de bolsas de valores en Chile: Conclusiones a partir de la experiencia internacional*. Chile: Superintendencia de Valores y Seguros.
- Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores. (2007). Ecuador.
- Código de Comercio. (1906). Ecuador.
- Código Orgánico Monetario y Financiero. (2014). Ecuador.
- Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. (2016). Resolución No. 230-2016-V. *Transformación de Corporaciones civiles a sociedades anónimas*. Ecuador.
- Gobierno Bolivariano de Venezuela. (s.f.). *Ministerio del Poder Popular de Economía y Finanzas*. Recuperado el 21 de mayo de 2017 de <http://www.bpvb.gob.ve/quienes.php>
- Lastra, I. d. (2007). *Comisión Nacional de Mercado de Valores*. Recuperado el 2 de abril de 2017 de <http://www.forodepagos.org/pdf/week2007/pw2007-36esp.pdf>
- Ley de Compañías. (2016). Ecuador.
- Ley de Mercado de Valores. (1993). Ecuador.

- Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil. (2014).
- Lovato Saltos, J. I. (2013). Propuesta de reformas al mercado. *Iuris Dictio*, 232.
- Mariana Ferreira. (2008). *Fundación Empresa Global: Políticas Públicas para el desarrollo del Capital de Riesgo en Argentina*. Recuperado el 20 de mayo de 2017 de: <http://www.feg.org.ar/archivos/Informecapitalderiesgo.pdf>
- Medina Pabón, J. E. (2010). *Derecho Civil: Aproximación al Derecho de personas*. Bogotá: Universidad del Rosario.
- Mesa Oramas, Jesús, and San Pedro, Virginia Paz. (2009). *Acciones: características y registro de operaciones*. Córdoba: El Cid Editor
- Mifano, A. (2007). Desmutualización y Tendencias Mundiales de las Bolsas. Recuperado el 26 de abril de 2017 de <https://www.bcr.com.ar/Pages/Publicaciones/inforevista.aspx?IdArticulo=19>
- Ministerio de Industrias y Productividad . (2012). Alternativas de Financiamiento a través del mercado de Valores para PYMES. Recuperado el 20 de mayo de 2017 de http://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2012/08/2012_Alternativas_Financiamiento_PYMES_mercado_Valores.pdf
- Nieto Navía, R., & Nieto Loaiza, P. (2013). *Manejo Práctico de títulos valores para no abogados*. Bogotá: Colegio de Estudios Superiores de Administración-CESA.
- Rodriguez Gravito, C. (s.f.). *De club de caballeros a foro electrónico de negociación: Un análisis institucional de la Bolsa de Valores de Colombia*. Recuperado el 25 de abril de 2017 de <http://www.unalmed.edu.co/~ndgirald/Archivos%20Lectura/Archivos%20curso%20Portafolios/del-club-caballeros.pdf>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2016). SCVS- INMV-DNAR- 16- 0004307. Guayaquil, Guayas, Ecuador.
- Zunzunegui, F. (2006). ¿Qué es la desmutualización de las bolsas?. Recuperado el 23 de marzo de 2017 de

<https://rdmf.files.wordpress.com/2006/12/que-es-la-desmutualizacion-de-las-bolsas.pdf>

