

Universidad San Francisco de Quito USFQ

Colegio de Jurisprudencia

Viabilidad de la Transformación de la Bolsa De Valores en el Ecuador de Corporación Civil a Sociedad Anónima.

Juan Javier Hermosa Montenegro

Jurisprudencia

Trabajo de titulación presentado como requisito para
la obtención del título de Abogado

Quito, 25 de julio de 2015

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO

EVALUACION DE DIRECTOR / TRABAJO ESCRITO TESINA

TESINA/TITULO Viabilidad de la Transformación de la Bolsa De Valores en el Ecuador de Corporación Civil a Sociedad Anónima.

ALUMNO JUAN JAVIER HERMOSA

EVALUACIÓN (justificar cada punto):

- a) Importancia del problema presentado.
Las recientes reformas a la Ley de Mercado de Valores establecen que las Corporaciones Cíviles Bolsas de Valores en el Ecuador deben transformarse a sociedades anónimas. Esta transformación, a pesar de haber transcurrido más de un año desde la vigencia de las normas aplicables, no se ha producido por lo que es muy oportuno el análisis de la problemática existente en relación a este tema. Para sustentar lo anterior menciono que actualmente no se dispone del reglamento pertinente para desarrollar esta normativa, existen derechos adquiridos de ciertas casas de valores dueñas de cuotas de membresía de las corporaciones civiles bolsas de valores y se ha cuestionado contar con dos o más bolsas de valores en el país.
- b) Trascendencia de la hipótesis planteada por el investigador.
La hipótesis planteada es relevante en el sentido que debe cumplirse con la desmutualización de las bolsas de valores debido a la necesidad de fortalecer y optimizar el mercado de valores ecuatoriano, para lo cual se debe exponer el camino más apropiado que tienen que aplicar las casas de valores, dueñas actuales de las bolsas de valores, para esta transformación.
- c) Suficiencia y pertinencia de los documentos y materiales empleados.
Una vez cumplidas las subsecuentes revisiones a los textos y análisis presentados por el alumno, se cuenta con la debida suficiencia y pertinencia de documentos empleados relacionados con doctrina, casos reales de otros países, legislación comparada e incluso entrevistas a personas conecedoras del tema.
- d) Contenido argumentativo de la investigación (la justificación de la hipótesis planteada).
La hipótesis planteada está justificada debido a la argumentación realizada por el alumno tomando como fundamento todos los documentos y materiales indicados anteriormente.
- e) Cumplimiento de las tareas encomendadas a lo largo de la investigación.
A todo lo largo de la investigación se realizaron varias revisiones de la tesina, fruto de los cuales constantemente requerí incorporar fundamentos en la tesina o reenfocar criterios, lo cual al final se lo cumplió.

Quito DM 15 de julio de 2015.

FIRMA DIRECTOR

JUAN ISAAC LOVATO SALTOS

Derechos de Autor

Por medio del presente documento certifico que he leído todas las Políticas y Manuales de la Universidad San Francisco de Quito USFQ, incluyendo la Política de Propiedad Intelectual USFQ, y estoy de acuerdo con su contenido, por lo que los derechos de propiedad intelectual del presente trabajo quedan sujetos a lo dispuesto en esas Políticas.

Asimismo, autorizo a la USFQ para que realice la digitalización y publicación de este trabajo en el repositorio virtual, de conformidad a lo dispuesto en el Art. 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior.

Firma del estudiante: _____

Nombres y apellidos: Juan Javier Hermosa Montenegro

Código: 00024553

Cédula de Identidad: 1714558317

Lugar y fecha: Quito, 25 de julio de 2015

Resumen

En esta tesina se pretende analizar la viabilidad junto con los beneficios y ventajas de la transformación de la Bolsa de Valores en la que actualmente está constituida como una corporación sin fines de lucro, y dar paso, como la Código Orgánico Monetaria y Financiera, Libro II Ley de Mercado de Valores a su cambio a una sociedad anónima en la que cualquier persona natural o jurídica puede ser parte del capital de la empresa con la compraventa de acciones.

La discusión central se basa en identificar, luego de realizar un análisis sobre legislación comparada, estudio de casos y doctrina; la viabilidad las ventajas y los beneficios que se presentan en la ley antes mencionada, de manera específica las reformas correspondientes en la Ley de Mercado de Valores en las que se pretende transformar de una Corporación civil a una compañía anónima.

Abstract

In this thesis we are trying to analyze the viability along with the benefits and advantages of the transformation of the Stock Exchange in which it is currently constituted as a not-for-profit, and give a way and a solution, according to the new dispositions of the Monetary and Financial Code, Book II Securities Market Act; about how to transfer to a corporation in which any natural or legal person may be part of the capital of the company with the sale of shares.

The central argument is based on identifying, after conducting an analysis of a legislation in other countries, doctrine and case studies; the viability and the advantages and benefits that occur in the aforementioned law that specifies and have considerable reforms in the Securities Market Act in which it is intended to transform a civil corporation to a limited liability company.

Tabla de contenidos

1. Conceptos generales.	8
1.1. Las Bolsas de Valores en el Ecuador.	13
1.1.1. Reseña histórica.	13
1.2. Importancia de la bolsa de valores en un país.	15
1.3. Naturaleza jurídica	16
1.3.1. Estructura de propiedad.	18
1.4. Dirección y administración de la bolsa.	19
1.5. Obligaciones y actividades.	19
2. Reforma planteada en la Ley De Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil.	20
2.1. Cambio de Naturaleza.	20
2.2. La Desmutualización	21
2.2.1. Concepto.	21
2.2.2. Objetivos de la desmutualización.	23
2.3. Diferentes alianzas de bolsas de valores alrededor del mundo.	25
2.4. Límites porcentuales de los accionistas.	26
2.5. Tiempo de transformación.	27
3. Derecho Comparado	28
3.1. Chile	29
3.2. Colombia.	33
3.3. España.	38
4. Ventajas de la reforma.	43
4.1 Ventajas de la desmutualización para las bolsas de valores.	43
4.1.1. Beneficios societarios.	44
4.1.2. Las acciones de la bolsa se cotizan en la misma bolsa.	45
4.1.3. Integración de las Bolsas	47
4.2. Ventajas Para los Inversionistas.	56
4.2.1. Posibilidad de nuevos accionistas	57
4.2.2. Seguridad y Transparencia	57
4.2.3. Mayor Liquidez.	58
4.3. Ventajas para los Emisores.	58
4.3.1. Mayor oportunidad de financiamiento en el Mercado de Valores nacional.	58
4.3.2. Mayor oportunidad de financiamiento en el Mercado de Valores Internacional	59
4.3.3. Emisor a la vez accionista de la bolsa.	59
4.4. Ventajas Para las casas de valores.	60
4.4.1. Utilidades para las casas de valore que siguen siendo accionistas.	60
4.4.2. Posibilidad de Convertirse en Banca de Inversión	60
5. Elementos que debe contemplar la normativa secundaria para viabilizar la desmutualización en el Ecuador.	63
5.1. Desafíos de la creación de la bolsa pública.	64
5.2 Sistema Único de Interconexión Bursátil.	65
5.3 Unificación del Mercado de Valores.	67
5.3.1 Derecho Adquirido.	68
5.4 Inscripción de todos los valores y mantener obligatoriedad toda la información.	71
5.4.1 Dos bolsas interconectadas realmente y desmutualizadas.	72
5.4.2 Existencia de una sola bolsa de valores.	74
6. Conclusiones	78
7. Bibliografía	84

Introducción

Con la Ley de Mercado de Valores¹, las Bolsas de Valores estaban entendidas y limitadas a ser una Corporación Civil sin fines de lucro. Esta corporación civil, estaba sujeta a las disposiciones de la Superintendencia de Compañías, ahora llamada Superintendencia de Compañías Valores y Seguros.

Como cualquier bolsa de valores interactuaban en el día a día con las casas de valores que eran, hasta antes de la Ley De Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil los únicos miembros autorizados y dueños, en conjunto, de la bolsa de valores, mediante una cuota de membresía. Sin embargo, con la publicación en el registro oficial de la Ley De Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil el 13 de mayo del 2014 se originaron ciertos cambios con los cuales se tiene como objetivo el desarrollo integral del mercado de valores.

En septiembre de 2014 se publicó el Código Orgánico Monetario y Financiero por el cual la Ley de Mercado de Valores pasa a formar el Libro II de ese Código.²

Dentro de estos cambios está la modificación de la naturaleza jurídica de la bolsa de valores, que en esta ley propone, el pasar de ser una corporación civil sin fines de lucros a una sociedad anónima. El propósito de esta tesina es analizar los beneficios que trae esta transformación jurídica en lo venidero y mostrar las consecuencias positivas que esta evolución aporta.

Mas allá se pretende analizar todas las consecuencias efectivas al respecto de este importante cambio que por las transformaciones tecnológicas y el aumento de competitividad que conlleva el mundo globalizado se ve obligado a realizar.

Por último, y una vez analizado todos los factores de cambio con respecto a la nueva ley, se pretende realizar ciertas recomendaciones que serían de gran utilidad incluir y mencionar al momento de la realización del reglamento que va a regir y delimitar de manera mas especifica todos estos cambios que la ley menciona.

¹ Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores. Registro Oficial suplemento 215 de 22 de Febrero de 2006.

² *Ibid.*

1. Conceptos generales.

Existen algunas definiciones sobre lo que es la bolsa de valores. Y entre unas y otras sobresalen ciertas variables al respecto. Entre aquellas vemos que según el Glosario de términos Bursátiles y Financieros indica que la bolsa de valores es:

[...] un mercado en el que se ponen en contacto los demandantes de capital (principalmente las empresas) y los oferentes o excedentarios de recursos financieros (familias, empresas y otras instituciones). Este puede ser un lugar físico o virtual (sistema informático), donde se fija un precio público o cotización que varía constantemente según las fuerzas de la oferta y la demanda y en función de las circunstancias económicas, empresariales u otras.³

Así mismo, se entiende el término según la Bolsa de Valores de Lima como

[...] un mercado donde los inversionistas realizan operaciones de compra-venta con valores (acciones, bonos, papeles comerciales, etc.), siendo estas transacciones realizadas por intermediarios especializados [...] Los mercados bursátiles son organizados, reglamentados y transparentes, para que las operaciones sean efectuadas con absoluta confianza.⁴

Por otro lado apegándonos a la realidad nacional podemos ver en el diccionario bursátil de la Bolsa de Valores de Quito (BVQ) indica que:

La bolsa de valores constituye un mercado público, en el cual participan intermediarios autorizados con el propósito de realizar operaciones de compra y venta de valores debidamente inscritos, bajo las diversas modalidades de transacción, determinándose los precios mediante la libre concurrencia de la oferta y la demanda, con criterios formados con la existencia del mercado⁵.

La ley Ecuatoriana por su parte ha sido cambiante con el tiempo respecto de ciertas particularidades del concepto que se recoge sobre la Bolsa de Valores.

Antes de la expedición de la Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil en mayo de 2014, se entendía a la Bolsa de Valores como “[...] corporaciones civiles, sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la

³ *Glosario de Términos Bursátiles y Financieros*. <http://www.sec.consult.net/articulos/glosario.pdf> (acceso: 20/08/2014.)

⁴ Bolsa de Valores de Lima. Educación Bursátil. *¿Qué es la bolsa y que es la Bolsa de Valores de Lima?* <http://www.bvl.com.pe/eduayuda.html>. (acceso: 20/08/2014.)

⁵ Bolsa de Valores. *Diccionario Bursátil*. Imprenta Don Bosco. Quito Ecuador: Bolsa de Valores de Quito., 2010.

Superintendencia de Compañías, que tiene por objeto brindar a sus miembros los mecanismos necesarios y requeridos para la negociación de valores.”

Sin embargo después de la misma, la figura jurídica de la Bolsa de Valores sufre un importante cambio. El cambio al que nos referimos es que se indica en el TITULO X, Capítulo I De las Bolsas de Valores, Artículo 44 y dice lo siguiente: “Las bolsas de valores son sociedades anónimas, cuyo objeto social único es brindar los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.” Se puede apreciar claramente que se cambia de una sociedad civil sin fines de lucro que se tenía entendido en la Ley de Mercado de Valores⁶ a una compañía anónima como lo indica en Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil en su artículo 24; ahora contenido en el Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero⁷ en su artículo 44 inciso primero.

Por lo que podemos apreciar, la Bolsa de Valores era una organización o establecimiento que ayudaba y brindaba a sus miembros y cualquier público interesado, con sus respectivos intermediarios, que realicen negociaciones, con títulos valores, y en general cualquier instrumento susceptible de inversión y compatible con el mercado bursátil. Sin embargo en el Ecuador se han visto ciertas variaciones al respecto en cuanto a la naturaleza jurídica de la Bolsa de Valores como institución. Que lo veremos detalladamente mas adelante en nuestro análisis.

Para clarificar de manera optima el análisis que se pretende realizar posteriormente, me permito introducir ciertos conceptos básicos.

Comenzando con el de Sociedad Anónima, existen varios autores de renombre que introducen el concepto claramente. Por su lado Cabanellas indica que es “ Simple asociación de capitales para una empresa que no tiene razón social ni se designa por el nombre de los socios, aunque ello pueda hacerse, añadiendo la expresión *sociedad anónima* o sus iniciales S.A.”⁸

⁶ Ley de Mercado de Valores. Registro Oficial suplemento 215.op. cit.

⁷ *Id.* art. 44

⁸ Guillermo Cabanellas de Torres. *Diccionario de Ciencias Jurídicas*. 2da, ed. Buenos Aires: Heliasta, 2012.

Cabe recalcar que respecto a la ausencia de razón social que indica el concepto anterior, en el Ecuador, es necesario tener una razón social para la constitución y posterior operación de la sociedad anónima. Es obligatoria también que se acompañe la expresión particular S.A. entonces la razón social es libremente elegida que puede ser de pura fantasía, adecuada a la naturaleza de la empresa social o en una combinación de nombres personales, bien de los socios actuales, o de los que hayan sido propietarios de la misma. De la mano también podemos mencionar que según el artículo 143 de la Ley de Compañías⁹ “La compañía anónima es 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.” .

Continuando con la definición de Cabanellas indica que “Los socios responden únicamente por la cuota determinada que hayan suscrito y está representada por títulos denominados acciones, que pueden tener distintas características. Para determinados aspectos las S.A. están sometidas a la fiscalización de la autoridad estatal” En el Ecuador respecto a estos puntos se puede observar que no hay diferencia y existe una auditoria externa contemplada en el artículo 318 de la Ley de Compañías siempre y cuando se cumplan con los requisitos allí descritos.

En la definición de Cabanellas también menciona lo siguiente “Las asambleas generales serán ordinarias y extraordinarias y sus resoluciones se adoptarán siempre por mayoría de los votos presentes, salvo que los estatutos exigieren mayor numero.” En cuanto es lo que respecta sobre este punto, el Ecuador lo contemplan prácticamente de la misma manera y lo tiene claro en el artículo 230 hasta 250 de la ley antes mencionada.

Finalmente, en cuanto a la administración y la fiscalización de la sociedad anónima Cabanellas indica que “[...] estarán respectivamente a cargo de uno o mas directores síndicos nombrados por la asamblea general.” Respecto de esto, en el Ecuador 251 al 273 de la Ley de Compañías, responde claramente, la legislación ecuatoriana, al respecto de la regulación.

⁹Ley de Compañías. Art. 143. Registro Oficial No. 312 de 31 de mayo de 2010.

Por otro lado Accorsi revela una definición del derecho chileno que es bastante similar a la anterior y dice lo siguiente:

“La sociedad anónima es una persona jurídica formada por la reunión de un fondo común, suministrado por accionistas responsables solo por sus respectivos aportes y administrada por un directorio integrado por miembros esencialmente revocables.

La sociedad anónima es siempre mercantil, aun cuando se forme para la realización de negocios de carácter civil”¹⁰

Sandoval López realiza una definición bastante corta pero acertada al respecto indicando que la sociedad anónima es “Es un tipo de sociedad cuyo capital se encuentra dividido en acciones y en la cual únicamente su patrimonio responde del cumplimiento de las deudas sociales.”¹¹

Si bien es acertada la definición de Sandoval López, vemos que faltan algunas características de la sociedad anónima que se encuentran claramente en las definiciones anteriores.

El mismo autor anteriormente citado también alude a la definición española contemplada en la Ley de Sociedades Anónimas No 19/1989 exponiendo lo siguiente: “En la sociedad anónima el capital está dividido en acciones, se integrará por las aportaciones de los socios, quienes no responderán personalmente de las deudas sociales.”¹²

Finalmente nuestra legislación contempla en la Ley de Compañías la siguiente definición:

“Art. 143.- La compañía anónima es 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.

Las sociedades o compañías civiles anónimas están sujetas a todas las reglas de las sociedades o compañías mercantiles anónimas.”¹³

¹⁰ Alvaro Puelma Accorsi. *Sociedades. Tomo II. La Sociedad Anónima*. Santiago de Chile: Editorial jurídica de Chile. 2001, p. 461.

¹¹ Ricardo Sandoval López. *Derecho Comercial. Tomo I. Volumen 2*. Santiago de Chile: Editorial jurídica de Chile, 1983, p. 99.

¹² *Ibid.*

¹³ Ley de Compañías. Registro Oficial No. 312 de 5 de noviembre de 1999.

Otra concepción básica para el mejor entendimiento del tema a tratar es el de la desmutualización.

La desmutualización es un concepto relativamente moderno que pretende cambiar el esquema de una sociedad mutual, corporaciones civiles, y con ello su característica principal sin fines de lucro. En dicho cambio, como se ha mencionado a breves rasgos anteriormente, la desmutualización cambia esto y las bolsas se constituyen con fines de lucro, son sociedades anónimas y en general realizan un proceso de privatización de las bolsas de valores. Con ello la Revista de Derecho de Mercado Financiero¹⁴ define como “[...] 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.”¹⁵

La corporación civil por su parte es tal y como lo indica libro de Derecho Civil de Medina Pabón indica que “Las corporaciones son agrupaciones de individuos (*universitas personarum*) formadas para obtener algún beneficio o satisfacción material o intelectual distinto a la de obtención de riquezas para sus miembros.”¹⁶ Y adiciona una característica de gran importancia la cual es que “La corporación se toma como un ente autónomo e independiente de los sujetos que la conforman”. Esto se puede entenderse no solo para las personas físicas sino también para las personas jurídicas y a propósito de su finalidad, se puede desprender de su concepto que no es lucrativa, es decir es una corporación civil sin fines de lucro.

Por su parte Alessandri y Somarriva en su Tratado de Derecho Civil alude a un significado de la sociedad civil y se plantean así mismo la distinción entre las que persiguen lucro y las que son sin fines de lucro. Para efectos de la investigación a la que nos vamos a referir es a la sociedad sin fines de lucro. Por lo que la definición es la siguiente: “La corporación, en sentido estricto (que es el que nosotros consideramos), es la unión estable de una pluralidad de personas, que persigue fines

¹⁴ Revista de Derecho de Mercado Financiero. *¿Qué es la desmutualización de las Bolsas.* (2006), pp. 1-2

¹⁵ *Ibid.*

¹⁶ Juan Enrique Medina Pabón. *Derecho Civil: Aproximación al Derecho de Personas.* 2da. ed. Bogotá: Universidad del Rosario, 2010, pp. 84.

ideales o no lucrativos.”¹⁷ Sin embargo este concepto merece una ampliación para su mayor entendimiento y que recabe todas las características de una corporación por lo que luego de ahondar en las varias directrices a las que apuntan los autores indica lo siguiente:

“Las corporaciones (*universitates personarum*) tienen como elemento básico o prevaleciente una colectividad de individuos; las fundaciones, una organización dirigida a un fin determinado, y en ellas predomina el elemento patrimonial. Las corporaciones tienen asociados; las fundaciones no tienen miembros, sino sólo destinatarios”¹⁸

Finalmente en nuestra legislación se encuentra en el Código Civil Ecuatoriano, Título XXX De Las Personas Jurídicas, el régimen de las corporaciones civiles sin fines de lucro y las fundaciones. Sin embargo no se establece expresamente una definición sobre la corporación civil sin fines de lucro, mas allá de aquello si establece la forma, alcance y diferentes aspectos y características de la corporación civil en estudio. Exactamente los artículos que comprenden desde el 564 al 579 del Código Civil Ecuatoriano.¹⁹

1.1. Las Bolsas de Valores en el Ecuador.

1.1.1. Reseña histórica

Para poder tener un mayor entendimiento a lo que se va a tratar es importante hacer una breve recapitulación de la evolución del sector bursátil y como fue construyéndose las bases en las que se construye ahora la legislación de sector bursátil, y mas detalladamente el tema que vamos a tratar el cual es la bolsa de valores en el Ecuador.

¹⁷ Arturo Alessandri Rodríguez y Manuel Somarriva Undurraga. *Tratado de Derecho Civil: Partes Preliminar y General*, Volumen 1. Santiago de Chile: Editorial Jurídica de Chile, 2005. p 535-149.

¹⁸ Id. p. 545.

¹⁹ Código Civil Ecuatoriano. Registro Oficial Suplemento 46 de 24 de junio de 2005.

Se puede decir que comienza el proyecto de las Bolsas de Valores en 1882 con la puesta en vigencia del primer Código de Comercio Ecuatoriano²⁰ puesto que si bien existía una legislación de comercio, fue la del Código de comercio Español y no fue la creación de un código de comercio propio. Es decir, lo habíamos adoptado en nuestra legislación para que de esa manera supla, así sea momentáneamente la falta de normativa y el vacío legal.

En el año de 1935 en Guayaquil, provincia del Guayas, se crea la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador²¹. Sin embargo, no fue sino hasta 1969 que se autoriza el establecimiento de la Bolsa de Valores tanto en Guayaquil como en Quito y en ese mismo año, en septiembre, se otorga la escritura de constitución de la Bolsa de Valores de Guayaquil.

Subsiguientemente, el 14 de julio de 1955 se publica en el registro oficial la creación de la Comisión Nacional de Valores el cual se crea el 3 de junio del mismo año. Cabe recalcar que lo exponen como un Decreto ley de emergencia amparado en la constitución de la época²². Posteriormente este decreto donde se crea la Comisión Nacional de Valores es reemplazado por Ley de la Comisión de Valores ; Corporación Financiera Nacional (CFN).

Tanto el primer Código de Comercio Ecuatoriano como la primera Ley de Compañías²³ que se expide el 27 de enero de 1964, marcan pautas sobre la Bolsa de Valores o Comercio.

No fue sino hasta 1969 que tanto Quito como Guayaquil se constituyen formalmente por escritura pública y comienzan a funcionar, sin embargo no tenían propiamente dicha una Ley de Mercado de Valores con la cual puedan operar con reglas claras. Lo que se tenía en ese momento era la Ley No. 111²⁴ expedida por la Comisión Legislativa en aquel tiempo, que regulaba el mercado bursátil en el

²⁰ Código de Comercio preparado por la corte suprema de justicia entre 1873 y 1875. Registro auténtico. 1 de mayo de 1882.

²¹ Bolsa de Valores de Quito. (acceso: 13/08/2014).

²² Decreto Ley de emergencia. Registro Oficial No. 869 de 14 de julio de 1955.

²³ Ley de Compañías. Registro Oficial No. 181 del 15 de febrero de 1964.

²⁴ Ley 111. Registro Oficial No. 144 de 26 de marzo de 1969.

Ecuador. Las bolsas de valores tanto la de Quito como la de Guayaquil tenían calidad de una compañía anónima que la estableció la Comisión de valores – Corporación financiera Nacional.

En 1993 se expide por primera vez la Ley de Mercado de Valores²⁵, reemplazando a la mencionada Ley 111 puesto que entre otras cosas no contemplaba algunas instituciones jurídicas. Entre los cambios mas significativos estuvo contemplado el cambio de figura jurídica que se tenía en ese entonces al pasar de una sociedad anónima a una corporación civil sin fines de lucro.

Actualmente, con la Ley Orgánica de Fortalecimiento del Sector Societario y Bursátil²⁶, con el fin de reformar el esquema del mercado de valores, entre otras cosas, se vuelve a cambiar la figura jurídica de la Bolsa de Valores al pasar nuevamente de ser una Corporación Civil sin fines de lucro, nuevamente a una Sociedad Anónima.

1.2. Importancia de la bolsa de valores en un país.

Una vez visto el concepto general sobre la bolsa de valores me parece prudente y acertado aplicarla a la realidad mundial, entonces cual es la importancia de la bolsa de valores en un país y en general en el mundo. La importancia que conlleva la bolsa de valores es brindar opciones a los operadores en un mercado para que puedan realizar una forma de financiamiento mediante inversiones, mediante la compra venta de cualquier título valor que se pueda negociar en el mercado bursátil.²⁷

Así mismo, las bolsas de valores también brindan una cierta protección, seguridad a la vez que desarrollan y se expanden económicamente con los recursos que se negocian. Velan además porque tanto los actores de la bolsa como los negocios que están relacionados con la misma cumplan a cabalidad las leyes, normas y reglamentos y de esa manera cuidan que exista un transparencia dentro de un mercado

²⁵ Ley de Mercado de Valores. Registro Oficial Suplemento No. 199 de 28 de mayo de 1993.

²⁶ Ley Orgánica de Fortalecimiento del Sector Societario y Bursátil. Registro Oficial Suplemento 249 de 20 de mayo de 2014.

²⁷ Portal de Educación Financiera. Bolsas de Valores. *Superintendencia de Valores y seguros*. <http://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-969.html> (acceso: 15/08/2014)

competitivo.. De la mano va el que cumplan una función bastante importante y fundamental en la economía la cual es la posibilidad de dar financiamiento a personas jurídicas que quieren realizar proyectos o tienen aspiraciones de crecimiento y desarrollo en el mercado. Brindan liquidez, además del seguimiento de la negociación para evitar la manipulación y la información privilegiada que es la piedra angular de los precios de acciones y demás valores.²⁸

En la actualidad la tecnología y el desarrollo globalizado de los países a hecho que las bolsas locales que brindan este servicio tan esencial, comiencen a buscar expandir sus fronteras negociando y aliándose con otras bolsas a nivel mundial por el entorno competitivo que se evidencia en la actualidad.²⁹

1.3. Naturaleza jurídica

Corporación Civil, según el diccionario de la real academia española corporación es “Organización compuesta por personas que, como miembros de ella, la gobiernan”. Sin embargo esta concepción es bastante general y amplia susceptible de ambigüedades por lo que se necesita profundizar al respecto. De la misma mano, se lo determina en el diccionario jurídico como “Personas jurídicas que adoptan forma asociativa, creadas, no por un pacto sino por una ley que determina sus fines³⁰” en el Ecuador la ley que determinaba como estaba regulada la bolsa de valores que materia de análisis era la Ley de Mercado de Valores e indicaba como se desenvolvía en el mercado. Ahora la ley que indica tal cuestión es la Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil (LOFOSSB), con los cambios que presenta. Es decir, La LOFOSSB reforma a la Ley de Mercado de Valores y en dicha ley se trata sobre las bolsas de valores y su cambio.

Y continua indicando, “A pesar de su denominación, están sujetas al derecho privado, si bien en algunos aspectos pueden quedar sujetas al derecho administrativo,

²⁸ Alejandra Cabello. *Globalización y Liberación Financieras y la Bolsa Mexicana de Valores*. México: Editorial Plaza y Valdez, 1999. pp. 139 -143.

²⁹ Alexander Galetovic. *Desmutualización y Fusión de Bolsas*. http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/merc_valores/desarrollo_bursatil.pdf (acceso: 15/08/2014)

³⁰ Corporaciones de derecho público. *Diccionario Jurídico Espasa*. Madrid: Espasa Calpe S.A., 2001, pp. 437.

ya que sus titulares pueden desempeñar por atribución del ordenamiento o por delegación expresa de la administración, ciertas facultades de orden administrativo sobre sus propios miembros.”

De la misma mano en el libro de Derecho Civil de Medina Pabón indica que “Las corporaciones son agrupaciones de individuos (*universitas personarum*) formadas para obtener algún beneficio o satisfacción material o intelectual distinto a la de obtención de riquezas para sus miembros.”³¹ Y adiciona una característica de gran importancia la cual es que La corporación se toma como un ente autónomo e independiente de los sujetos que la conforman.

Incluso en el artículo 44 de la Ley de Mercado de Valores indicaba que “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”³²

Además indicaba que el dinero ganado se tiene que volver a recapitalizar en la misma corporación por lo que expresamente indica el inciso tercero del mismo artículo: “Los beneficios económicos que produjeren las bolsas de valores deberán ser reinvertidos en el cumplimiento de su objeto”³³

Como se indicó anteriormente la naturaleza jurídica de la bolsa de valores en el Ecuador era, hasta antes de la promulgación de la nueva ley, la de una corporación civil sin fines de lucro por lo cual era financiado por sus únicos miembros que son las casas de valores. Estas casa de valores por ese financiamiento tenían una cuota de membresía. Por lo mismo, el excedente económico que obtienen al final del año, si es que lo hubiere, se lo volvía a invertir en el desarrollo de su propia institución o también puede quedar una reserva para el siguiente año.

³¹ Juan Enrique Medina Pabón. *Derecho Civil: Aproximación al Derecho de Personas. Segunda edición*. Bogotá: Ed. Universidad del Rosario, 2010.

³² Ley de Mercado de Valores. Artículo 44. Registro oficial 367 de 22 de febrero del 2006.

³³ *Ibid.*

1.3.1. Estructura de propiedad.

La estructura de propiedad de la bolsa de valores en el Ecuador, como corporaciones civiles viene determinada por sus miembros.

Los miembros de las bolsas de valores eran solamente las casas de valores y ellos son los que en un principio aportaban con el capital para la corporación civil sin fines de lucro. Este capital es denominado como cuota patrimonial.

Por lo mismo en el artículo 46 de la Ley de Mercado de Valores se indica que “Serán miembros de una bolsa de valores las casas de valores autorizadas por la Superintendencia de Compañías que hayan sido admitidas como tales (...) entre los que necesariamente estará el de ser propietario de una cuota patrimonial de esa bolsa”³⁴ actualmente con la ya mencionada reforma a la Ley de Mercado de Valores este artículo ya no está en vigencia.

Ahora bien, para adquirir una cuota patrimonial de la bolsa de valores, las casas de valores interesadas debían presentar una petición ante la rueda de bolsa. Esto está establecido en el inciso segundo del artículo precedente.

Continuando, observamos que el patrimonio de la bolsa, y manteniendo los lineamientos de la corporación civil sin fines de lucro, se representaba por partes iguales y por lo mismo, son cuotas iguales. Cabe recalcar que en el artículo antes mencionado indica que ningún miembro podrá tener mas de una cuota patrimonial. Sin embargo, existía una excepción a dicha norma la cual se indica en el inciso final del artículo 46 de la ley en mención e indica que “En el evento de que una casa de valores deviniere en propietaria de más de una cuota patrimonial, los derechos correspondientes a tal cuota quedarán suspendidos hasta que sea adquirida por otra casa de valores.”³⁵

³⁴ *Id.* Art. 46.

³⁵ *Ibid.*

1.4. Dirección y administración de la bolsa.

Para el buen funcionamiento de la bolsa de valores se necesitaba una buena dirección, administración y gobierno; un gobierno corporativo capaz de manejar de la mejor manera a dicha institución.

El artículo 47 de la Ley de Mercado de valores marcaba ciertas pautas al respecto. Indicaba que el máximo órgano de gobierno son todos los miembros de la bolsa, es decir, las casas de valores consideradas como tal. Sin embargo, ellos están obligados a constituir y elegir un directorio. Este directorio debía estar conformado por lo menos por siete personas acreditadas con conocimientos necesarios y experiencia suficiente en el campo, es decir en el mercado de valores, para que puedan conducir de la mejor manera a la bolsa.

Las funciones del directorio como se indica en el inciso final del artículo ya antes mencionado son las siguientes “[...] coadyuvar al desarrollo del mercado bursátil, fijar las políticas institucionales, expedir las normas de autorregulación, velar por el cumplimiento de la ley, de las normas complementarias y de autorregulación, así como controlar y sancionar a sus miembros.”³⁶

1.5. Obligaciones y actividades.

Dentro de las obligaciones y actividades de la bolsa de valores, tanto la de Quito como la de Guayaquil, eran las siguientes:

1. Fomentar un mercado integrado, informado, competitivo y transparente;
2. Establecer las instalaciones, mecanismos y sistemas que aseguren la formación de un mercado transparente, integrado y equitativo, que permitan la recepción, ejecución y liquidación de las negociaciones en forma rápida y ordenada;
3. Mantener información actualizada sobre los valores cotizados en ellas, sus emisores, los intermediarios de valores y las operaciones bursátiles, incluyendo las cotizaciones y los montos negociados y suministrarla a la Superintendencia de Compañías y al público en general;
4. Brindar el servicio de compensación y liquidación de valores;

³⁶ *Ibid.*

5. Expedir certificaciones respecto a precios, montos y volúmenes de operaciones efectuadas en bolsa y el registro de sus miembros, operadores de valores, emisores y valores inscritos; y,
6. Realizar las demás actividades que sean necesarias para el adecuado desarrollo y cumplimiento de su función en el mercado de valores, de acuerdo a normas previamente autorizadas por el C.N.V (Consejo Nacional de Valores).

2. Reforma planteada en la Ley De Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil.

2.1. Cambio de Naturaleza.

Con la nueva Ley Orgánica De Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil se realizan varios cambios al mercado de valores. En lo que nos concierne analizar se realizan cambios en cuanto al objeto y naturaleza de la bolsa de valores en el Ecuador. Por lo mismo en el Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores.³⁷ En su artículo 45 establece que “Las bolsas de valores son sociedades anónimas, cuyo objeto social único es brindar los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.”³⁸

Así también se puede observar que el ente supervisor cambia, es decir, antes de la ley de Ley Orgánica De Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil el ente supervisor era el Consejo Nacional de Valores como se indica anteriormente, ahora, dicho ente es la Junta de política y Regulación Monetaria y Financiera.

Una vez dicho esto, me permito abrir un paréntesis para poder indicar el fenómeno ocurrido con el cambio de naturaleza de las bolsas de valores. Como ya es sabido, y junto al análisis previo realizado, las bolsas de valores pasan de ser una corporación civil sin fines de lucro a ser una sociedad anónima. Esto se lo denomina como la desmutualización. Por ello me voy a permitir introducir la información pertinente sobre este fenómeno.

³⁷. Código Orgánico Monetario y Financiero, *Libro II Ley de Mercado de Valores*. Registro Oficial Suplemento 215 de 12 de septiembre del 2014

³⁸ *Ibíd.*

2.2. La Desmutualización

2.2.1. Concepto

La desmutualización, es un concepto relativamente moderno que pretende separar una de las principales características de las corporaciones civiles en cuanto a que se constituyen con fines de lucro, son sociedades anónimas y en general realizan un proceso de privatización de las bolsas de valores.

Este concepto nace con una idea recogida contemporáneamente que es la “globalización³⁹” y con ellos se pretende unir unas bolsas con otras de manera generalizada y estar a la par del mundo contemporáneo. Por ello, vemos que la nueva tendencia de las bolsas es que quieren desarrollarse y para eso llegan a construir o están en busca de alianzas estratégicas para su expansión, vemos que se comienzan a comportar como empresas.

Dicho esto, la Revista de Derecho de Mercado Financiero⁴⁰ define como “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.”

Por otro lado, Akhtar⁴¹ en su libro “Demutualization of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Case Studies” plantea una definición bastante acertada e indica lo siguiente:

³⁹ Según la Real Academia Española, este concepto se refiere a la tendencia de los mercados y de las empresas a extenderse, alcanzando una dimensión mundial que sobrepasa las fronteras nacionales. Desde un punto de vista más económico y financiero, el Fondo Monetario Internacional define a la globalización como una interdependencia económica creciente del conjunto de países del mundo, provocada por el aumento del volumen y la variedad de las transacciones transfronterizas de bienes y servicios, así como de los flujos internacionales de capitales, al tiempo que la difusión acelerada de generalizada de tecnología.

⁴⁰ Revista de Derecho de Mercado Financiero. *¿Qué es la desmutualización de las Bolsas?*. (2006).

⁴¹ Shamshad Akhtar es el Director de Gobierno, la Dirección de Finanzas y Comercio del Banco Asiático de Desarrollo (BAD con sus siglas en inglés) y Departamento Central de Asia oriental. Ella supervisa las operaciones del mercado financiero ADB en la República Popular de China, Mongolia y las Repúblicas de Asia Central, incluida las PYMES, las micro finanzas y otro mercado de la intermediación financiera rural; trabajo de evaluación de la gobernanza y el sector

“La desmutualización ,en el sentido más estricto, se refiere al cambio en la situación jurídica del intercambio de una corporación civil con un voto por miembro (y posiblemente en el consenso basado en la toma de decisiones) , en una sociedad anónima, por acciones, con un voto por acción (con la toma de decisiones basado en la mayoría) . La Desmutualización tiene sentido si se induce un cambio en el objetivo del cambio de la gestión de los intereses de una organización cerrada basada en miembros con un enfoque central en la prestación de servicios en beneficio principalmente de los miembros o corredores y mantener los costos e inversiones limitado al financiamiento acordado por los miembros, en una empresa creada con el objetivo de maximizar el valor de las acciones de capital, centrándose en la generación de beneficios de servicio a las demandas de sus clientes (brokers e inversores) de forma competitiva.⁴²”

Por lo mismo, como concepto general recogido de estas diversas acepciones, entendemos a la desmutualización de una bolsa al proceso en el cual una organización de mutua propiedad, como es el caso ecuatoriano una corporación civil sin fines de lucro, en los cuales existen miembros, que son las casas de valores, llega a transformarse en una sociedad anónima en la cual existen accionistas y el principal particularidad es que son con fines de lucro, centrándose en maximizar sus ganancias en una forma competitiva. Además, se lo puede entender como un cambio legal y organizacional de la forma en la que se desarrolla en el mercado. Este es materia de estudio que más adelante va a ser presentada.

privado ; y la liberalización y facilitación del comercio . Paralelamente a la celebración de otra cartera en el período 1998-2001 , fue jefe de la Secretaría de ADB para la Cooperación Económica Asia-Pacífico , lo que lleva el diálogo político y la preparación de todos los papeles y documentos para este foro , las interacciones que implican Con Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales y de sus suplentes . Antes de unirse a ADB en 1990, trabajó como economista en el Banco Mundial en la década de 1980, y antes de eso, en la Agencia de Planificación de Pakistán. Obtuvo un B.A. en Economía y M.Sc. en Economía de Islamabad , un MA en Economía del Desarrollo de la Universidad de Sussex, en el Reino Unido (UK), y un Ph.D. También en Economía de Reino Unido. Tenía su puesto comunión -doctoral con una beca Fulbright y fue profesor visitante en el Departamento de Economía de la Universidad de Harvard en 1987. La Sra Akhtar ha presentado numerosos artículos sobre economía y finanzas en las conferencias internacionales.

⁴² Shamshad Akhtar. *Demutualization of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Case Studies*. Asian Development Bank: Manila, Philippines 2002, pp. 4-5.

Entonces, por lo analizado anteriormente, podemos identificar ciertas diferencias entre las bolsas mutuales o Corporaciones civiles y las sociedades desmutualizadas o Sociedades anónimas.

A continuación les mostramos un cuadro con las principales diferencias.

Corporación Civil	Sociedad Anónima
– Sin fines de lucro	– Con fines de lucro
– Intermediarios (casas de valores) son dueños de la bolsa.	– Accionistas dueños de la bolsa, no son necesariamente intermediarios (casas de valores)
– Sociedad cerrada (privada) solo las casas de valores son miembros.	– Acciones de la sociedad generalmente se cotizan en bolsa.
– El directorio representa intereses de los intermediarios (casas de valores)	– Directorio representa intereses de todos los accionistas (intermediarios y no intermediarios)
– Para ser usuario de la bolsa se debe ser miembro	– Derechos de propiedad y de actividad se mantienen separados (acciones)
– Conflicto de intereses en la actuación de las casas de valores.	– Se minimiza el conflicto de intereses de la actuación de las casa de valores

2.2.2. Objetivos de la desmutualización

Los principales objetivos de la desmutualización es la obtención de recursos financieros. Pues, al existir una variedad de sistemas de contratación alternativas a la bolsa se genera una evidente competencia y por lo mismo, los mercados modernizan sus servicios para brindar a los actores, eficiencia, agilidad y con un costo bajo.

La expansión de la bolsa de valores con la desmutualización es evidente y es otro objetivo en la mira. Incluso algunas bolsas alrededor del mundo han adquirido otras bolsas desmutualizadas o se han aliado de manera estratégica para brindar a los actores mayores facilidades para poder maximizar todos los recursos que se negocian a diario. Más allá, como indica Baena Tovar en el boletín de la Comisión Nacional de

Mercado de Valores, “[...] ampliar la gama del accionariado- y la cotización –al permitir la emisión de acciones nuevas- les facilita la obtención del capital que necesitan las inversiones en tecnología y las fusiones y adquisiciones de otros mercados.⁴³”

Otro objetivo claro es la reducción del control de intermediarios al momento de tomar decisiones. Aquí observamos un avance con respecto a este tema puesto que las decisiones que se tomen pueden no ser las mejores para otros integrantes de los mercados de valores. Cabe recalcar que con este nuevo modelo de bolsa de valores, la desmutualizada, sus accionistas no son los intermediarios, y de la mano va que para desempeñarse como intermediario tampoco es necesario que sean accionistas o formen parte de la bolsa.

Los principales efectos de la desmutualización son:

Entre los efectos más importantes que se aprecian a la hora de realizar el proceso de desmutualización es que ahora, al tener acciones, consecuencia del cambio de figura jurídica, estas acciones de la bolsa de valores se las puede cotizar libremente y en el mismo mercado. Por lo cual, como sucede en la realidad nacional, se elimina la cuota de membresía que solo las casas de valores en el Ecuador podían tener acceso, y se abre la libre y voluntaria negociación de las acciones a cualquier persona, ya sea natural o jurídica, para que pueda acceder a dichas acciones y ser parte de la bolsa.

Un segundo efecto de la desmutualización de la bolsa de valores es, lo que ya se ha mencionado brevemente en su propia definición y es el promover la integración y la alianza, en este mundo globalizado de las bolsas de valores y obtener alianzas estratégicas fruto de estas, de los procesos de integración entre mercados. Incluso se plantea la posibilidad de que otras bolsas comiencen a comprar acciones de otras bolsas y así promover aún más la integración y desarrollo económico de las mismas y como consecuencia mayores frutos económicos.

Otro efecto notorio al respecto de la desmutualización es el cambio del gobierno corporativo. Es evidente la reestructuración que sufren las bolsas al desmutualizarse,

⁴³ Baena Tovar, Nuria. *Proceso de consolidación de los mercados de valores internacionales*. Boletín de la Comisión Nacional De Mercado de Valores, 2007, p 66.

por ello, apegándonos a la realidad nacional antes de la ley de Fortalecimiento y Optimización del sector Societario y Bursátil las casas de valores son las únicas miembros de la bolsa, pues ahora, esta mutualidad se rompe para pasar a la sociedad anónima y como consecuencia de ello la nueva estructura busca una reducción del control que solo tenían las casas de valores para hacer participar, defender y velar por los intereses de los propietarios no miembros de las casas de valores que existen con el cambio de figura. La nueva ley antes mencionada crea una junta de regulación de mercado de valores la cual es un organismo de derecho público que pertenece a la función ejecutiva y establece las políticas públicas del mercado de valores.

Como acápite, tanto en Europa como Estados Unidos las bolsas desmutualizadas, cumplen con ciertos parámetros y normas internacionales en lo que respecta al gobierno corporativo, como se indica en el boletín informativo de Consejo Nacional de Mercado de Valores⁴⁴, la competitividad de la bolsa de valores que se ha generado por todos estos cambios, hace que el uso y el manejo de este tipo de prácticas sean necesarias para que se vean protegidos, resguardados y tutelados los derechos de las empresas y de terceros involucrados.

2.3. Diferentes alianzas de bolsas de valores alrededor del mundo.

MILA1

El Mercado Integrado Latinoamericano MILA es el resultado del acuerdo firmado entre la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima, así como de los depósitos Deceval, DCV y Cavali. En el 2009 fue donde comenzó a realizarse todos los arreglos para que se pueda crear el Mercado Integrado Latinoamericano. Pero no fue sino hasta el 30 de mayo del 2011 que logro consolidar y dar paso a la operación y total funcionamiento de este mercado integrado entre los tres países. Fue un gran paso para los mercados de Chile Colombia y Perú así como también lo fue para los intermediarios y demás actores de las bolsas.⁴⁵ En

⁴⁴ *Proceso de consolidación de los mercados de valores internacionales... op. Cit.*

⁴⁵ Mercado Integrado Latinoamericano. <http://www.mercadomila.com/> (acceso: 18/10/2014).

agosto del 2014, México se incorpora al Mercado Integrado Latinoamericano⁴⁶. Con ello podemos observar que la integración de los cuatro países facilita la colaboración, el intercambio de información, y llegando a acuerdos firmando convenios para favorecer el mercado de valores de cada país involucrado.

EURONEXT

En el caso del Euronext fue creada por la fusión de la bolsa nacional en Francia, los Países Bajos, Bélgica y Portugal y los mercados de comercio del norte europeo tales como Suecia, Finlandia, Dinamarca y Noruega.⁴⁷ Así mismo, en el 2007 una de las fusiones que trae como consecuencia la creación del mayor mercado de valores del mundo fue la de la Bolsa de Valores de New York NYSE por sus siglas en inglés y EURONEXT⁴⁸. Este nuevo mercado de valores abarca siete bolsas en seis países siendo Nueva York su sede de Estados Unidos y París junto con Amsterdam como su sede internacional⁴⁹.

2.4. Límites porcentuales de los accionistas.

Una vez revisado esta tendencia moderna que es la desmutualización de las bolsas nos vamos a referir a la realidad nacional sobre este tema en particular.

En el artículo 46 del Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores se establece claramente que “Un accionista de una bolsa de valores no podrá ser titular ni acumular, directa ni indirectamente, un porcentaje mayor al cinco por ciento de acciones emitidas y en circulación, de dicha bolsa[...]” con esto se fija claramente los parámetros en los que cualquier persona que quiera ser parte dueña de la bolsa por adquirir acciones, lo será hasta el 5 por ciento del total de las acciones emitidas.

⁴⁶ Banco Interamericano de Desarrollo. *México se incorpora al Mercado Integrado Latinoamericano MILA*. <http://www.iadb.org/es/temas/comercio/mexico-se-incorpora-al-mercado-integrado-latinoamericano-mila,9540.html> (acceso: 18/10/2014).

⁴⁷ Euronext. <https://www.euronext.com/en/about-euronext>

⁴⁸ Javier González Pueyo. *Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado*. <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MonografiaN39web.pdf> (acceso: 19/10/2014).

⁴⁹ NYSE. *NYSE Group and Euronext Announce Merger*. <http://www1.nyse.com/about/publication/1145959806931.html> (acceso: 20/10/2014).

Sin embargo, la ley también erige una excepción. La intención del legislador de plantear dicha excepción es para fomentar la integración y desarrollo del mercado de valores. Por ello expresamente establece que “Por excepción [...] podrán superar este límite de participación hasta un máximo del treinta por ciento (30%) bolsas de valores o mercados regulados”⁵⁰. Esto solo es posible y reúnen los requisitos necesarios que se indican en el mismo artículo 46 del código en mención y además sean autorizados por la Superintendencia de Compañías y Valores.

2.4.1 Límite porcentual para la composición del directorio.

Del otro lado, el legislador también ha establecido ciertos parámetros en cuanto al límite que debe tener los representantes legales, administradores o en general los vinculados a ellos. Por lo mismo la norma es clara y expresa sobre este punto, por cuanto indica que “Los representantes legales o administradores de los intermediarios del mercado de valores, o quienes estén de manera directa o indirecta vinculados a uno de ellos, no pueden ser parte del directorio, en un porcentaje que en su conjunto supere el treinta por ciento (30%) de la integración total de éste.”⁵¹

Además, para regular de manera más precisa, el legislador plantea condiciones adicionales para tal efecto indicando que “Quien sea miembro del directorio de las bolsas de valores no deberá encontrarse incurso en ninguno de los impedimentos detallados en el artículo 7 de esta Ley, para ser miembro de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, excepto los relativos a la propiedad, administración o vinculación con las entidades inscritas en el Catastro Público del Mercado de Valores contenidas en los numerales 8 y 9 de ese artículo”⁵²

2.5. Tiempo de transformación.

Sobre este punto existe un problema latente que se merece especial atención.

En el TÍTULO XXV De las disposiciones transitorias, Tercera, del Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley de Mercado de valores indica que el período de transformación de las bolsas de valores. Es bastante clara cuando

⁵⁰ *Ibíd.*

⁵¹ Id. Artículo 47.

⁵² *Ibíd.*

exterioriza que dicho período es de noventa (90) días contados a partir de la resolución que dicte la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Sin embargo, hasta la actualidad todavía no se emite dicha resolución que viabilice la transformación de la bolsa.⁵³

3. Derecho Comparado

Ahora bien, para construir buenas bases y aproximarnos al análisis, desarrollo y razonamiento al respecto de las ventajas sobre las reformas a la ley ya antes mencionadas me permito elegir de entre tantos ejemplos existentes, a tres países con una evolución de mercado de valores diferente y no por ello menos importantes unos de otros, mas bien, con desarrollos y actualizaciones a lo largo de su trayectoria bursátil que bien podríamos aprender al respecto y sacar ciertas conclusiones y lecciones en base al análisis particular de cada una de ellas.

Cabe recalcar que, si bien existen otros ejemplos que los podemos analizar y tomar como referencia, por sus características, evolución y particularidades de Chile, Colombia y España han sido escogidas para demostrar, poner en perspectiva y plantear opciones sobre los lineamientos generales que ya se han establecido en el Código Orgánico, Monetario y Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores. Nos enfocamos, para lograr definir dentro de tantas opciones que podríamos haber tomado como referencia y basándonos en los métodos de investigación tales como el exegético puesto que estudiamos los diferentes artículos contenidos en leyes y reglamentos, el método documental puesto que como finalidad para la construcción de mi trabajo realizando realicé una recopilación adecuada de la información y para poder hacer síntesis de la misma y escoger estas tres opciones y finalmente y no menos importante realicé una investigación de campo entrevistando a varias personas dentro del ámbito del mercado de valores las cuales me dieron guías y pautas para llegar a la conclusión de escoger estos tres países ya antes mencionados. Lo que hace relevante la elección de estos países en particular es en Chile, la forma en la que el mercado de valores esta compuesto. Existen bolsas de valores mutuales y también desmutualizadas. En Colombia por su historia y su desarrollo en el mercado de

⁵³ *Ibíd.*

valores, atendiendo el antes y el después de la evolución en su mercado de valores, teniendo en un principio tres bolsas de valores y llegan a desmutualizarse formando una sola. Y finalmente España por existir cuatro bolsas de valores, desmutualizadas, pero que se manejan con un solo mercado nacional dejando subsistir aquellas bolsas. todas éstas bolsas de valores de una u otra forma vemos que se apegan a la realidad nacional de cierta manera y a la forma en la que el mercado de valores ecuatoriano esta evolucionando actualmente.

A continuación presentaremos la evolución y cambios del mercado bursátil enfocándonos en las características que en esta tesina se pretende analizar.

3.1. Chile

En Chile existen en la actualidad cuatro bolsas de valores. La Bolsa de Comercio de Santiago que fue constituida en 1893⁵⁴ que es una de las mas importantes de Chile. La Bolsa de Valparaíso que fue constituida en 1892⁵⁵. La Bolsa Electrónica de Chile⁵⁶ la cual fue constituida en 1989 y finalmente la Bolsa de Productos⁵⁷ que fue constituida en el 2004. Ésta última es la única bolsa desmutualizada hasta el momento en el país.

En lo que respecta al marco legal en primera instancia está sometida a la Ley de Mercado de valores⁵⁸ y a la Ley de Sociedades Anónimas⁵⁹. Consiguientemente, las operaciones de cada bolsa están reglamentadas bajo su propio estatuto y reglamentación. Esto se entiende como la capacidad de las Bolsas para autorregularse.

⁵⁴ Bolsa de Comercio de Santiago. <http://www.bolsadesantiago.com/displayPages/Bolsa%20de%20Comercio/dispbolsacomercio.aspx?ID=46>. (acceso:24/10/2014)

⁵⁵ Bolsa de Corredores, Bolsa de Valores Valparaíso. <http://www.bovalpo.com/base.php> (acceso:24/10/2014)

⁵⁶ Bolsa electrónica de Chile. http://www.bolchile.cl/QuienesSomos?menu=BEC_QUIENES. (acceso:24/10/2014)

⁵⁷ Bolsa de Productos. <http://www.bolsadeproductos.cl/servlet/ListarDocumentoAction>. (acceso:24/10/2014)

⁵⁸ Ley de Mercado de Valores. Ley 18.045 de 22 de Octubre de 1981.

⁵⁹ Ley de Sociedades Anónimas. Ley 18.046 de 22 de Diciembre de 1999.

Se puede observar de manera bastante abierta que en Chile, la Ley 18.045 indica la fundación y parámetros establecidos de una bolsa de valores. Por lo mismo, en el Título VII de la misma ley comenzado por el artículo 38 hasta el 51 indica el procedimiento de constitución.

Entonces, se forman, existen y aprueban por escritura pública, mediante la obtención de una resolución de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) que autoriza su existencia y la inscripción y publicación del certificado especial que otorga dicho organismo.

Tienen como objeto exclusivo proveer a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, en el lugar que les proporcione, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que procedan de conformidad a la ley.

Deben constituirse con 10 accionistas a lo menos y con un capital pagado mínimo equivalente a US\$ 685.000, dividido en acciones sin valor nominal. Cada accionista sólo puede ser dueño de una acción de la bolsa de valores respectiva.

Un intermediario de valores puede ejercer su actividad en más de una bolsa de valores, adquiriendo en cada una de ellas la acción correspondiente.

En lo que se refiere a las acciones, la LMV dispone que éstas tengan igual valor y no se podrán establecer series de acciones ni series privilegiadas.

El directorio debe estar compuesto, a lo menos, por 5 miembros que podrán ser o no accionistas. De acuerdo a los estatutos de las 3 bolsas de valores, la mayoría de los directores deben ser intermediarios de valores, socio, accionista, director o administrador de un intermediario.

Pueden distribuir anualmente como dividendo en dinero a sus accionistas, el porcentaje de las utilidades líquidas del ejercicio que libremente determine la junta ordinaria de accionistas.

En su propia reglamentación, han definido un sistema de devolución de una parte de los derechos de bolsa cobrados por los intermediarios a sus clientes.

Las bolsas de valores pueden en cualquier tiempo requerir a sus intermediarios el pago de cuotas para sufragar sus gastos y costos de conservación, mantención y reposición de sus bienes y de expansión y mejoramiento de sus actividades. A petición de un interesado, las bolsas de valores deben emitir una acción de pago para que éste pueda adquirirla.⁶⁰

Ahora bien, las Bolsas de Chile tienen una particularidad diferente y es que, si bien la única bolsa desmutualizada es la Bolsa de Productos. Sin embargo las tres otras bolsas tienen particularidades o características tanto de bolsas mutualizadas como de desmutualizadas.

Como indica el análisis de Vivianne Rodríguez Bravo en su trabajo realizado para la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile⁶¹, las características que determinan a las bolsas como mutualizadas vendrían a ser las siguientes:

Primero indica que “Los directores deben ser intermediarios, socios, accionistas o administradores de tales intermediarios, por lo que las decisiones de la bolsa no son independientes de los intereses de los intermediarios.”

Segundo, “Los derechos de propiedad de las BV no están separados de los derechos del ejercicio de la actividad de intermediación.” Por lo que no existe una imparcialidad que es una de las características latentes en un bolsa desmutualizada,

⁶⁰ Ley de Mercado de Valores. Ley 18.045 de 22 de Octubre de 1981.

⁶¹ Vivianne Rodríguez Bravo. *Desmutualización de la Bolsa de Valores de Chile*. Superintendencia de Valores y Seguros. < <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/12/VivianneRodriguez1.pdf>> (acceso: 24/10/2014)

junto con las separación que existe entre el derecho de la propiedad con el derecho de intermediación, lo que en el Ecuador viene a ser las casas de valores.

Tercero, “Las acciones de las BV chilenas son listadas, no obstante en la práctica, la propiedad accionaria la tienen los intermediarios.” Si bien es cierto que las bolsas de valores en Chile son sociedades anónimas especiales abiertas, se podría entender que en principio sus acciones están disponibles al público y por ello siendo o no intermediario se podría, reuniendo los requisitos necesarios contemplados en la ley de mercado de valores, adquirirlas, sin embargo las intermediarias, o casas de valores son las que ostentan casi la totalidad de las acciones.

Cuarto, “La limitación legal de que cada accionista puede ser dueño sólo de una acción de la BV, restringe la posibilidad de incorporar nuevos accionistas.” Como sucede en Ecuador, cada casa de valor tiene una cuota de participación de la bolsa, existen casos bastantes específicos que tienen, por motivos de fusión o adquisición por la extinción de otra casa de valor, dos y hasta tres cuotas de participación. Pero el principio general es que casa de valor tiene una cuota de participación.

Como consecuencia de ello también se puede ver que se entabla un conflicto de intereses entre el interés público y el interés de los intermediarios puesto que como en su gran totalidad los intermediarios son los dueños de las acciones de las bolsas, las actividades de autorregulación y administración van a ser siempre encaminados a sus propios intereses.

Por otro lado las características de desmutualización mencionadas por Rodríguez Bravo de las bolsas Chilenas sería primero en la finalidad lucrativa que es característica latente e inconfundible de las bolsas desmutualizadas. Así también, otra característica como se mencionó anteriormente es la las acciones de la bolsa se cotizan en la misma, sin embargo en la práctica los intermediarios son los dueños de la gran mayoría por no decir de la totalidad de las acciones y no las sacan a la venta.

Como acápite y aclaración, este último análisis no contempla la cuarta bolsa creada en el 2008, la cual es la Bolsa de Productos de Chile. Esta bolsa ya nace desmutualizada y como indica el Gerente general de la Bolsa de Productos

Christopher Bosler⁶² “[...] una bolsa desmutualizada tiene más flexibilidad para hacerse cargo de los conflictos de interés, proteger el mercado y los propios clientes [...]”⁶³.

3.2. Colombia.

En Colombia se puede apreciar que la situación es diferente en algunos aspectos, sin embargo, la busca de la expansión de los mercados mediante la interacción con otras bolsas, y el incentivo para los inversionistas en el mercado hace que el resultado llegue a ser bastante parecido.

La realidad colombiana indica que en un principio existían tres bolsas. La primera fue la bolsa de valores de Bogotá fundada y registrada el 28 de noviembre de 1928⁶⁴. Consecuentemente se constituye años después la bolsa de Medellín en el año de 1961 con el desarrollo industrial y urbano así como también el crecimiento de las exportaciones⁶⁵. Finalmente luego se desarrolló de manera significativa el lado occidente del país, y por lo mismo se vieron necesitados de una tercera bolsa, es aquí

⁶² Ingeniero Civil Industrial de la Pontificia Universidad Católica de Chile, mención en Ingeniería Eléctrica, titulado con Distinción Máxima y MBA de esa misma casa de estudios (2001-2003). Gerente General, Bolsa de Productos de Chile, (2009-). Gerente General de la sociedad administradora de capital de riesgo, Negocios Regionales S.A., filial de Toronto Trust (2002-2009). Fondo institucional de US\$23 millones y cuyos aportantes son el BID, Toronto Trust y Fundación Chile. Director Titular de Frutícola Angol S.A. (2005 a 2009), de Alto Atacama S.A. (2005 a 2009), de Grupo Digital S.A. (2006 a 2009), de EPC S.A. (2007 a 2009), de Movilmaster S.A. (2007 a 2009) y de Active Chemicals (2004). Gerente de Administración y Finanzas, Subgerente de Finanzas, e Ingeniero de Estudios en la empresa de transformadores eléctricos de distribución y portaconductores eléctricos, Schaffner S.A. (1998 a 2002). Cursos profesionales en Inversiones de Capital de Riesgo (29th Venture Capital Institute, Atlanta EE.UU., 2003), en Gestión Medioambiental (Environmental Management in the Financial Sector, BID/IFC, Miami, EE.UU., 2002) y en Legislación Tributaria (Icare 2000). Asesor financiero del Directorio del Colegio San José de Chicureo ligado a los Padres de Schoenstatt y Director de la Inmobiliaria San José de Chicureo. Profesor Curso Venture Capital, Universidad Adolfo Ibañez, años 2008 y 2009

⁶³ Natalia Godoy. “Bolsa de Productos destaca ventajas de desmutualización”. *Diario La Tercera*. 12 de abril del 2014. p 74.

⁶⁴ Carlos Caballero Argáez.
<http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/revistas/credencial/junio2002/labolsa.htm> (acceso: 20/11/2014)

⁶⁵ Bolsa de valores de Colombia. Reseña Histórica.
<http://bolsadevaloresdecolombia.blogspot.com/2009/09/historia-de-la-bvc.html> (acceso: 20/11/2014)

donde nace la Bolsa de Occidente S.A., entidad que inició operaciones y fue constituida en 1983⁶⁶.

Ahora bien, como indica César Rodríguez Garavito, la transformación institucional de la bolsa en Colombia se debió a cuatro aspectos o procesos.

Primero la unificación nacional puesto que con las tres bolsas operando existían algunos problemas que no hacían eficiente el mercado bursátil. Por ejemplo la no existencia de homogeneidad en los precios de las acciones o la triplicación de los costos de funcionamiento. Por ello la mejor manera de hacerlo era unificando las diferentes bolsas existentes.

Segundo, su transformación de un sistema personalista de transacciones a un sistema impersonal de negociación pública, es decir, la desmutualización de la bolsa. Como consecuencia de lo anterior, mas los avances tecnológicos y la necesidad de expansión de los mercados se ven obligados a desmutualizarse y crear una sola bolsa en el país capaz de satisfacer las necesidades latentes contemporáneas.

Tercero, la actualización tecnológica íntimamente ligada con los dos anteriores. En Colombia junto con el nacimiento de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), también se implementa el mercado electrónico de Colombia (MEC). Como lo indica Rodríguez Garavito, “la capacidad del MEC fue desbordada por el boom reciente de la BVC”⁶⁷. Y continúa demostrando el gran avance tecnológico ayuda de sobremanera el desarrollo de la bolsa indicando textualmente que es

[...] un proceso que ilustra la difusión internacional de tecnologías bursátiles, en junio de 2006 la BVC adoptó una nueva plataforma de negociación de instrumentos de renta fija (MEC Plus). La plataforma, de origen argentino, es la misma que opera en Brasil, Uruguay y Argentina.⁶⁸

⁶⁶ *Ibid.*

⁶⁷ Cesar Rodriguez Garavito.
<http://www.medellin.unal.edu.co/~ndgiral/Archivos%20Lectura/Archivos%20curso%20Portafolios/del-club-caballeros.pdf> (acceso: 24/11/2014)

⁶⁸ *Ibid.*

Por último, su internacionalización. Con esto nos referimos a que una vez unificada, desmutualizada y con todos los avances tecnológicos realizados, se pudo presenciar la verdadera alza de la inversión extranjera en el mercado bursátil. Como indica la bolsa de valores de Colombia,

[...] las cifras sobre la inversión extranjera en el mercado de valores colombiano, que pasó de niveles insignificantes en los noventa a 2.525 millones de dólares en 2001, 2.115 millones en 2002 y 1.801 en 2003, para luego ascender a niveles sin precedentes en los últimos años —coincidiendo con el nuevo boom de los llamados mercados emergentes—, hasta llegar a 3.005 millones en 2004 y 7.890 millones de dólares en 2012⁶⁹

Por lo mismo, como resultado de esta globalización y expansión transnacional podemos observar que incluso desde que se produjo el cambio y la constitución de una sola bolsa, hasta la fecha han logrado expandirse a fuera del país y llegar a ser parte de organismos mucho más grandes tales como el la World Federation of Exchanges (WFE)⁷⁰, de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIAB)⁷¹ y del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)⁷² en los que se integran Perú y Chile también.

[...] la bolsa de valores (BVC) constituye el caso de transformación y fortalecimiento institucional más claro de la muestra. Como lo documenta el estudio de caso de Rodríguez Garavito (2009), el proceso que llevó a la unificación de las bolsas regionales en la BVC en 2001, y la posterior actualización tecnológica y organizativa de ésta, puede ser descrito como un paso de un “club de caballeros” a una plataforma electrónica de transacciones globales. Se trata, entonces, de un caso de reinención institucional que ha reemplazado gradualmente el modelo mutualista —en el que las bolsas eran exclusivos espacios de interacción entre miembros de pequeñas élites económicas y sociales— por un modelo de mercado más abierto y anónimo. Esto ha implicado no sólo la entrada de nuevos socios a la BVC (incluyendo actores financieros como los fondos de pensiones), sino también la diversificación de los instrumentos negociados, para abarcar —además de los títulos de deuda pública (que siguen ocupando buena parte del volumen de transacciones) y las acciones— nuevos instrumentos como los derivados. En todos estos procesos, los motores de transformación han sido la presión competitiva de otros actores que puján por prestar los servicios de la BVC y la globalización de los mercados

⁶⁹ Bolsa de Valores de Colombia. Investigaciones Económicas. Óp. Cit. <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/IE?action=dummy>.

⁷⁰ World Federation of Exchange. Members. <http://www.world-exchanges.org> (acceso: 24/11/2014)

⁷¹ Federación Iberoamericana de Bolsas. Miembros. <http://www.fiabnet.org/es/index.asp> (acceso: 24/11/2014)

⁷² Mercado Integrado Latinoamericano. <http://www.mercadomila.com>. (acceso:

bursátiles, que han acelerado la difusión de tecnologías y prácticas organizacionales.⁷³

Ahora bien, la legislación Colombiana exterioriza varias leyes, tanto la ley nacional como los instrumentos de autorregulación de la Bolsa de Valores de Colombia. Cabe recalcar que a diferencia de otras instituciones públicas o privadas que cumplen funciones de interés general, la Bolsa de Valores de Colombia tiene un principio general el cual es de autorregulación. Mas allá de esto, la norma de mas relevancia es la Ley General de Mercado de Valores, que es la ley 964, publicada y promulgada en el 2005⁷⁴. En la mencionada ley, como lo menciona la misma Bolsa de Valores Colombiana, contiene normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo. Además de ello, se indica que dicta la forma y el aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores. Lo mismo se indica en la misma ley 964.

Los instrumentos de autorregulación, como normas propias de la bolsa, son entendidas como las normas jurídicas que la regulan. Sin embargo como indica Rodríguez Garavito “[...] la autorregulación implica que las reglas y roles de la bolsa como institución están contenidos en buena parte en normas expedidas por la propia BVC, dentro de un marco general establecido por la ley nacional.” Por lo mismo, la Bolsa de Valores de Colombia ha creado sus propias reglas jurídicas tales como estatutos, códigos, manuales, reglamentos, instructivos y circulares.

Los mayores avances de la ley 964 del 2005 fue la consolidación del mercado, unificándolo, además de las grandes bases que surgieron luego de la creación de la Bolsa de Valores de Colombia ya desmutualizada, la creación de un registro nacional de operadores financieros, sistema de autorregulación bursátil Título Cuarto, Del Funcionamiento Ordenado del Mercado, Capítulo Segundo, desde el Artículo 24 hasta el Artículo 37, y los mecanismos de vigilancia de los mercados contemplados en el

⁷³ Cesar Rodríguez Garavito. <https://www.princeton.edu/cmd/working-papers/idlacconferencpapers/wp1003b.pdf> (acceso: 24/11/2014)

⁷⁴ Ley General de Mercado de Valores, ley 964 de 8 de Julio del 2005.

Título Cuarto, Del Funcionamiento Ordenado del Mercado, Capítulo Uno, desde el Artículo 20 de la Ley 964.

Por otro lado, como lo indica Abella Abonado y Quiroga Barreto, hay que reconocer también el gran fruto y avance para el mercado de valores colombiano la Ley 510 de 1999, ya que fue la precursora de la desmutualización de la propiedad accionaria de las bolsas de valores. El reconocimiento se debe a que en dicha ley ya da la posibilidad para que se cree la Bolsa de Valores de Colombia S.A.⁷⁵

Así mismo indican los autores que la bolsa de valores de Colombia no se crea a partir de una fusión de las bolsas de Occidente, Bogotá y Medellín sino que se lo realiza como una nueva sociedad. Por lo mismo, cada bolsa de valores mencionadas anteriormente se tuvieron que disolver y liquidar pero esto lo realizaron ya cuando la bolsa de valores de Colombia comenzó a funcionar en el mercado.⁷⁶

Existe una particularidad bastante interesante que se desarrolla en la BVC y esto es la existencia de reglas institucionales las cuales son, por un lado, el Código de Buen Gobierno y por el otro, el Manual de Ética y Conducta.

El Código de Buen Gobierno es un instrumento redactado por la propia BVC para regir el funcionamiento tanto de la bolsa como una sociedad anónima entendiendo a ésta como la entidad que realiza una actividad de interés público y por otro lado promueve el desarrollo del mercado de capitales, valores y divisas. El ámbito de aplicación de este reglamento es para todos aquellos accionistas, administradores y empleados de la BVC y allí contiene las funciones de cada órgano concerniente a la BVC y los procedimientos que se siguen para la elección de órganos como el Consejo Directivo⁷⁷.

⁷⁵ German Dario Abella Abondano y Guillermo Quiroga Barreto. “Sistemas de Negociación y de Registro de Valores y de Compensación y Liquidación de Valores” *Revista de Derecho Privado* 39 (2008). p. 12

⁷⁶ *Ibíd.*

⁷⁷ *De club de caballeros a foro electrónico de negociación: Un análisis institucional de la Bolsa de Valores de Colombia.* Op.Cit.

A su vez, el Manual de Ética y Conducta, por su parte, establece todas las reglas que deben regir el comportamiento de quienes ocupan tres tipos de roles institucionales: los accionistas-comisionistas, los administradores y los empleados de la BVC. De acuerdo con el manual, los valores en que están inspiradas dichas reglas son la lealtad, la buena fe, la transparencia, la honestidad, el cuidado, la diligencia y el cumplimiento de la legislación vigente. Las reglas específicas resaltan la importancia del manejo confidencial de información reservada o privilegiada.⁷⁸ Por ello, como indica Rodríguez Garavito, dicho manual también prohíbe “[...] la divulgación de datos obtenidos en ejercicio de los roles mencionados o su utilización para la realización de operaciones ilícitas en provecho propio (insider trading). Las reglas están respaldadas por sanciones que pueden ser impuestas por el organismo interno de vigilancia y control.”⁷⁹

3.3. España.

En España se puede observar que ellos tienen un sistema distinto a los otros dos países en analizados. Junto con la aparición de la organización internacional de países como lo es la Unión Europea se tuvo que realizar ciertos cambios menores para adaptarse a las nuevas situaciones político - organizacionales.

Así, de lo investigado se puede decir que existen cuatro Bolsas de Valores, ubicadas en diferentes partes del país. La primera Bolsa en crearse fue la de Madrid en el 1831⁸⁰. La segunda en constituirse fue la bolsa de Bilbao en 1890⁸¹. Posteriormente, en 1915 la bolsa de Barcelona llega a constituirse⁸² y por último, no menos importante, la bolsa de Valencia se crea en 1980⁸³. Posteriormente, con la

⁷⁸ Manual de Ética y Conducta de la Bolsa de Valores de Colombia.
http://www.bvc.com.co/gobierno/homeFiles/Manual_Etica_y_Conducta.pdf (acceso: 25/11/2014).

⁷⁹ Op. Cit. *De club de caballeros a foro electrónico de negociación: Un análisis institucional de la Bolsa de Valores de Colombia*

⁸⁰ Bolsa de Valores de Madrid. Historia de la Bolsa de Madrid.<<http://www.bolsamadrid.es/esp/BMadrid/BMadrid.aspx>> (acceso: 25/11/2014).

⁸¹ Bolsa de Bilbao. Historia de la Bolsa de Bilbao.
 <<http://www.bolsabilbao.es/esp/BBilbao/Historia/Historia.aspx>> (acceso: 25/11/2014).

⁸² Bolsa de Barcelona. Historia de la Bolsa de Barcelona.
 <<http://www.borsabcn.es/htm/esp/BBarna/Historia/historia.aspx>> (acceso: 25/11/2014).

entrada en vigencia de la Ley de Mercado de Valores se consolidan las cuatro Bolsas con el Sistema de Interconexión Bursátil. Sin embargo con la entrada de organización europea y la tendencia a la consolidación entre países europeos se ven en la necesidad de realizar mas cambios, por lo que entra una nueva ley que modifica a la Ley de Mercado de Valores, así mismo, como acontecimiento adicional nace también la Bolsas y Mercados Españoles (BME). De maneras generales en estas últimas dos décadas el mercado de valores ha sufrido varias transformaciones que presentaré y explicaré a continuación.

Una de las leyes de gran importancia para el desarrollo bursátil en España es la Ley 24/1988, Ley de Mercado de Valores⁸⁴. Esta ley entrama el desarrollo y posterior avance del mercado bursátil en el país. En el preámbulo de la ley se puede observar claramente todos los cambios, avances y mejoras del mercado de valores español. Puesto que realizan bastantes adecuaciones al mercado de valores me voy a limitar a nombrar los mas importantes.

Dentro de los cambios mas importantes que esta ley realiza esta la creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que como lo indica la misma ley en su numeral tercero de su preámbulo,

Pieza central de la reforma es la creación de una **Comisión Nacional del Mercado de Valores** (las negrillas son mías) , que se concibe como una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia. Se trata de un ente al que se encomienda la supervisión e inspección del mercado de valores, sin perjuicio de su colaboración en las labores de ordenación del mismo y en el impulso de la implantación de su reforma. La Comisión aparece regida por un Consejo de Administración cuya composición se caracteriza por la exclusión de representaciones directas de los agentes sujetos a la supervisión de aquélla, que sin embargo tendrán voz, a través de un Comité Consultivo que se crea al efecto, en las decisiones más importantes de la Comisión. El diseño del Consejo de Administración de la Comisión potencia la competencia profesional, dedicación e independencia de sus miembros y la actuación de los mismos en forma colegiada.⁸⁵

Así mismo, se da un cambio en tanto y cuanto los agentes de cambio y bolsa pasan a ser Sociedades y Agencias de Valores y por otro lado, estos agentes de bolsa

⁸³ Bolsa de valencia. Historia de la Bolsa de Valencia.
<<http://www.bolsavalencia.es/esp/BValencia/Historia/HistoriaBolsa.aspx>> (acceso: 25/11/2014).

⁸⁴ Ley de Mercado de Valores Boletín Oficial No. 181 de 29 de julio de 1988.

⁸⁵ *Ibíd.*

que existían hasta el momento fueron transformados a corredores de comercio⁸⁶. Consecuentemente con lo anterior, sólo podrán ser miembros de las bolsas de valores las Sociedades y Agencias de Valores que accedan a tal condición y por la decisión de que estarán regidas por sociedades anónimas cuyo capital quedará reservado a aquellas entidades.

También la ley 24/1988 inicia un nuevo sistema de interconexión entre las bolsas de valores, el medio se lo denomina Sistema de Interconexión Bursátil (SIB). El artículo 49 de la ley en mención indica que:

Las Bolsas de Valores establecerán un Sistema de Interconexión Bursátil de ámbito estatal, integrado a través de una red informática, en el que se negociarán aquellos valores que acuerde la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de entre los que estén previamente admitidos a negociación en, al menos, dos Bolsas de Valores, a solicitud de la entidad emisora y previo informe favorable de la Sociedad de Bolsas a que se refiere el artículo siguiente, conforme a lo que se establezca reglamentariamente.

Esto hace que el las bolsas de valores españolas den un gran paso hacia los avances tecnológicos del momento y se vuelven mas eficientes, que exista transparencia en el mercado y sobre todo el tener a las cuatro bolsas de valores en un solo sistema integrado capaz de simplificar muchas de las tareas y tenerlas en un solo mercado.

Más adelante, con la promulgación y posterior entrada en vigencia de Ley 47/2007 del 19 de diciembre en la cual se modifica la Ley 24/1988 ya antes mencionada, se realizan ciertos cambios en el mercado de valores español como se lo conocía hasta el momento puesto que con la nueva organización internacional que se crea, es decir, la Unión Europea⁸⁷, se necesita homogenizar la normativa nacional con

⁸⁶ “Es el Agente mediador del comercio que tiene el carácter de Notario en cuanto se refiere a la contratación de efectos públicos, valores industriales y mercantiles, mercaderías y demás actos de comercio comprendidos en su oficio. Su misión específica es la de dar fe como Notarios mercantiles y la de mediar en el concierto de las operaciones.” Mejores Brokers. Agentes de Cambio y Bolsa. Fecha de publicación 29 de julio del 2012. <http://www.mejoresbrokers.es/agentes-de-cambio-y-bolsa/> (acceso: 13/11/2014).

⁸⁷ “La Unión Europea es una organización abierta al mundo, fundada sobre unos valores comunes de libertad, democracia, Estado de derecho y respeto a los derechos humanos. Entre sus objetivos estratégicos está la consolidación de una Europa democrática estable y unida, dotada de voz propia en la escena internacional. Las responsabilidades y la influencia de la UE en el mundo son cada vez mayores, en consonancia con su peso económico, comercial y diplomático: es la primera potencia

la de la comunidad europea. Por ello la necesidad de la modificación de la ley. Ahora bien, como indica el apartado I en el preámbulo de la Ley 47/2007 las modificaciones responden a la incorporación de las siguientes directivas:

[...] la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva y la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

Además de ello, a partir de la entrada a España dentro de la comunidad europea el Sistema de Interconexión Bursátil (SIB) da paso a la actual y hasta el momento operante, Bolsas y Mercados Españoles (BME). El BME es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros en España. Cabe recalcar que en el 2000 las cuatro bolsas previamente mencionadas se desmutualizan en el 2000 y junto con ello se abriría la puerta para que se integren y tengan aún mas transparencia, liquidez imparcialidad y algo importante fue que ya no se necesitaba ser miembro de la bolsa para ser accionista de la misma, se convirtieron en sociedades anónimas capaces de negociar sus mismas acciones en la bolsa. Por lo mismo, las sociedades rectoras mencionadas en la ley 24/1988 se convirtieron en sociedades anónimas. En el 2001 se firma el protocolo de integración de los mercados financieros españoles pero no fue hasta una año después, es decir en el 2002 se constituye la ya antes aludida Bolsas y Mercados Españoles (BME), sin embargo las acciones de la BME no fueron cotizadas sino hasta el 2006.⁸⁸

Cabe recalcar que BME es una holding o sociedad tenedora de acciones que no solo opera el mercado de valores sino que también lo hace en el sistema financiero de España. Que como lo indica en su página oficial opera a través de siete segmentos:

comercial a escala mundial, cuenta con una divisa de referencia y es el principal donante de ayuda humanitaria.” Gobierno de España, Ministerio de Asuntos Exteriores y Cooperación. <http://www.exteriores.gob.es/Portal/es/PoliticaExteriorCooperacion/UnionEuropea/Paginas/Inicio.aspx> (acceso: 13/11/2014).

⁸⁸ Bolsas y Mercados. Las Bolsas de Valores se transforman: de la desmutualización a la cotización. < http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2006/07/012-019%20Cover%2001_155.pdf> (acceso: 25/11/2014).

[...] Renta variable que comprende la contratación electrónica y el hoyo de valores de renta variable y de las actividades de post-contratación correspondientes ; Derivados que proporciona el comercio , las entidades de contrapartida central y liquidación de derivados; Renta Fija a través del cual su oferta de negociación de valores de renta fija privada y pública la lista ; Compensación y Liquidación participado en el registro , compensación y liquidación de la equidad y operaciones de seguridad de renta fija privada y pública ; Información comprende la difusión de información , primaria y fuentes secundarias ; Ficha que proporciona servicios de emisor a través de listados iniciales y comisiones de venta en curso; y Tecnología de la Información (TI) y de consultoría relacionados con el desarrollo y venta de software, servicios de acceso a nivel mundial , consultoría y capacitación.⁸⁹

Por último de manera general expongo a continuación la estructura y organización del mercado de valores español con la promulgación de la ley 24/1988 Ley de Mercado de Valores. Y posteriormente con la modificación de la misma por la ley 47/2007. Con ello nos podemos dar cuenta y tener una visión más amplia y en perspectiva de la organización. Cabe recalcar que nos centramos en las bolsas de valores mas que en cualquier otra característica indicada en el cuadro en mención.



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.⁹⁰

⁸⁹ Ibíd.

4. Ventajas de la reforma.

Una vez expuesto el derecho comparado de algunos países tales como Colombia, Chile y España que, por su forma de cambio, transformación y la manera en la que se encuentran estructuradas, son de gran ayuda para poder dar paso a formular ciertas pautas para analizar si es que en el Ecuador, con las reformas a la ley efectivamente se evidencia un beneficio, cabe recalcar que este estudio simplemente nos vamos a limitar solamente al tema de tesis para examinar, estudiar y comparar dichos beneficios.

Vistos los precedentes ya recopilados, analizados y expuestos en capítulos anteriores vamos a dar paso a exponer cuales son las ventajas y posibles consecuencias positivas de las modificaciones con la reforma a la ley en el análisis en cuestión. En este capítulo vamos a mencionar las ventajas que se presentan desde las diferentes perspectivas y los actores principales que figuran y que son intervinientes en el mercado de valores. Por lo mismo, este capítulo se enfoca en las ventajas o mejorías vistas desde la perspectiva de los inversionistas, casas de valores, emisores es decir las empresas, y desde la misma bolsa de valores.

4.1 Ventajas de la desmutualización para las bolsas de valores.

En el caso Ecuatoriano, es sabido que existen dos bolsas de valores. Una ubicada en Guayaquil provincia de Guayas que tiene 17 casas de valores que son sus miembros y 64 operadores inscritos⁹¹ y la otra ubicada en Quito Provincia de Pichincha 27 casas de valores que son sus miembros y 91 operadores inscritos⁹². Hasta antes del año 2011 en la que el Consejo Nacional de Valores, mediante la

⁹⁰ Bolsas y Mercados Españoles. *Estructura y Organización del Mercado de Valores Español*. <https://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2010/IM_visualizarPagina.aspx?codigo=I_1> (acceso: 26/11/2014)

⁹¹ Superintendencia de Compañías Valores y Seguros. Partícipes del Mercado de Valores. <<http://www.supercias.gob.ec/portalinformacion/porta/consulta.php?param=bolsas.jsp>> (acceso: 18/03/2015)

⁹² *Ibíd.*

resolución No CNV-007-2011, resuelve la utilización de un solo sistema transaccional de negociación bursátil y de esa manera interconectar a las bolsa tanto la de Quito como la de Guayaquil⁹³, y la reforma a la Ley de Mercado de Valores cada bolsa de valores operaba de manera independiente. Esto quiere decir que cada bolsa, si bien tenía un ente regulador que era la Superintendencia de Compañías (ahora Superintendencia Compañías Valores y Seguros), que se encargaba de promover e impulsar el desarrollo de este sector, en este caso el del mercado de valores, puesto que también está encargado del sector societario. Y como la misma autoridad lo indica,

Tiene entre sus funciones contribuir a lograr un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente. El mercado de valores es un segmento de los mercados de capitales en el cual se negocian valores (renta fija y variable) entre oferentes (emisores) y demandantes (inversionistas), a través de mecanismos previstos en la Ley de Mercado de Valores, con la finalidad de permitir la canalización de los recursos hacia las actividades productivas, sin necesidad de la intermediación de entidades financieras.⁹⁴

En capítulos anteriores mencionamos el cambio de figura jurídica de la corporación civil que es una sociedad mutualizada, a una sociedad anónima es decir desmutualizada. El hecho de que se transforme las bolsas de valores de Ecuador, tanto la de Quito como la de Guayaquil a una sociedad anónima hace que se abran puertas a grandes ventajas en estos tiempos globalizados.

Entonces dentro de las reformas a la bolsa de valores vemos que existen las siguientes ventajas:

4.1.1. Beneficios societarios.

El momento en que la bolsa de valores se vuelve una sociedad anónima, se entiende como una sociedad con fines de lucro, contrario a lo que era antes de la reforma, y con ello le sigue la suerte de la reglamentación y funcionamiento de las sociedades anónimas en las cuales entre otras cosas persiguen el capital, es decir, son

⁹³ Resolución No CNV-007-2011. Del Consejo Nacional De Valores.

⁹⁴ Superintendencia de Compañías. Mercado de Valores. < <http://www.supercias.gob.ec/portal/>> (acceso: 18/03/2015)

sociedades en las que más que las personas importa el capital y el desarrollo económico del mismo.

Así, una de las ventajas más evidentes es que ahora, como sociedad anónima con sus nuevos accionistas, se puede efectuar actos societarios imposibles anteriormente como por ejemplo realizar un aumento de capital con el cual la bolsa se pueda desarrollar económicamente con la participación de los accionistas de la bolsa o nuevos que quieran incorporarse. El aumento de capital se lo puede realizar ya sea por la emisión de nuevas acciones o por elevación del valor de las mismas, tal y como lo indica el artículo 182 de la Ley de Compañías⁹⁵. Antes de la reforma, obtener mas recursos era muy difícil para las bolsas debido a su naturaleza de corporación civil. Buscando así expandirse en el mercado y crecer. Con esto nos referimos a que se va a poder negociar entre iguales (sociedades anónimas) expandiendo así las oportunidades de los actores envueltos en el mercado bursátil.

4.1.2. Las acciones de la bolsa se cotizan en la misma bolsa.

Como consecuencia del cambio de figura, la bolsa de valores se convierte en una empresa y por lo mismo funciona como tal. La administración de la bolsa de valores debe arrojar resultados satisfactorios para los accionistas y el valor de la bolsa variará en el mercado de acuerdo a los resultados que vaya obteniendo la gestión de la bolsa. Dependerá bastante de que tan bien se esté manejando la bolsa de valores para que los accionistas lo vean como un tangible complaciente y que de réditos satisfactorios. Sin embargo, con la transformación se evidenciará más negociaciones, más productos y por lo mismo el valor a la acción de la bolsa será mayor garantizando así una buena inversión para todos aquellos que estén dispuestos a comprarlas y cotizarlas.

A continuación pongo a disposición una tabla con las principales bolsas de valores que en la actualidad son sociedades anónimas y que se cotizan sus acciones en la misma bolsa.

⁹⁵ Ley de Compañías. Artículo 182. op. cit.

BOLSA DE VALORES	AÑO
Stockholm Stock Exchange	1993
Helsinki Stock Exchange	1995
Copenhagen Stock Exchange	1996
Amsterdam Stock Exchange	1997
Borsa Italiana	1997
Australian Stock Exchange	1998
Liffe	1999
Singapore Stock Exchange	1999
Bolsas y Mercados Españoles	2000
Hong Kong Stock Exchange	2000
London Stock Exchange	2001
Toronto Stock Exchange	2000
Deutsche Börse	2001
Euronext	2001
Nasdaq	2001
Tokyo Stock Exchange	2001
Lima Stock Exchange	2003
Mexico Stock Exchange	2006
NYSE	2006
BOVESPA (Brazil)	2007
Boston Stock Exchange	2007
Bolsa de Colombia	2007
Tokyo Commodity Exchange	2008

Fuente: Comisión Nacional de Mercado de Valores, The London Stock Exchange: Strategic Corporate Governance Restructuring After Demutualization e Investigación propia.

De esto podemos recoger las bolsas de valores más importantes sujetas a la desmutualización, las cuales presentaremos los montos de negociación actuales.

Según el World Stock Exchanges, las 10 bolsas de valores más grandes evaluadas tanto por su capitalización de mercado como su valor de comercio son las siguientes:

Bolsa de Valores	Capitalización Bursátil (miles de millones USD)	Valor del Comercio (miles de millones USD)
1. Nueva York Stock Exchange (NYSE) Con sede en la ciudad de Nueva York.	14.242	20161
2. NASDAQ OMX - Con sede en la ciudad de Nueva York.	4687	13552
3. Bolsa de Tokio - Con sede en Tokio.	3325	3972
4. Bolsa de Londres - Con sede en Londres.	3266	2871
5. Bolsa de Shanghai - Con sede en Shanghai.	2357	3658
6. Bolsa de Hong Kong - Con sede en Hong Kong.	2258	1447
7. Bolsa de Toronto - Con sede en Toronto.	1912	1542
8. BM&Bovespa - Con sede en Sao Paulo.	1229	931
9. Australian Securities Exchange - Con sede en Sydney.	1198	1197
10. Deutsche Börse - Con sede en Frankfurt .	1185	1758

Fuente: World Stock Exchanges.

4.1.3. Integración de las Bolsas

Dentro de los beneficios asociados a la bolsa de valores está la facilidad que proporciona la nueva figura jurídica con la integración con otras bolsas de valores.

Por ello, la integración de las bolsas es indispensable para poder obtener una maximización de recursos y un desarrollo óptimo de las mismas. Vemos casos muy cercanos a nosotros con nuestros países vecinos por ejemplo, con Colombia Perú y Chile en el cual conforman junto con México, el Mercado Integrado Latinoamericano. En este mercado se consolida las cuatro bolsas de valores en un solo sitio para poder desarrollarse de manera vasta. Así existen varios casos de integración y alianzas estratégicas de bolsas de valores. En el capítulo dos hay una lista de las principales alianzas estratégicas e integración de bolsas de valores alrededor del mundo.

Es indispensable que las bolsas de valores tengan una misma figura jurídica de sociedad anónima para que se puedan asociar entre iguales. Esto significa que como la tendencia actual es la desmutualización y conversión en una sociedad anónima entonces para que puedan aliarse estratégicamente, integrarse, fusionarse se necesita que la naturaleza jurídica sea la misma entre todas las bolsas que se pretenden integrar para que se logre hacerlo sin problema.

Así, además de lo anterior, dentro de un país también se puede realizar la integración de una bolsa. A manera de ejemplo dentro del caso colombiano, se ve que las tres bolsas de valores que existían en su momento (Bogotá, Medellín y Occidente) se liquidaron, y no se fusionaron como erróneamente se cree, creando una tercera ya desmutualizada que es la actual Bolsa de Valores de Colombia. Evidentemente como indica la cita número 25 de la revista de derecho privado de la facultad de derecho de la universidad de Los Andes

La Bolsa de Valores de Colombia se crea como una sociedad nueva y no a partir de la fusión de las Bolsas existentes, como erróneamente se ha entendido. Cada una de dichas Bolsas fue objeto de liquidación, proceso que iniciaron una vez la Bolsa de Valores de Colombia dio comienzo a sus operaciones.⁹⁶

⁹⁶ German Dario Abella Abondano y Guillermo Quiroga Barreto. Sistemas de Negociación y de Registro de Valores y de Compensación y Liquidación de Valores. *Revista de Derecho Privado*. edición número 39. p. 12

A diferencia de la fusión que indica lo siguiente “La fusión es una técnica jurídica al servicio de la concentración de empresas⁹⁷” por ello resulta que se integran varias empresas en una sociedad y unen fuerzas entre iguales jurídicamente hablando.

Como acápite en la historia del mercado de valores colombiano debe hacerse mención a la Ley 510 de 1999⁹⁸, la cual fue la partida para que se pueda lograr la desmutualización de la propiedad accionaria de las bolsas de valores que estaban funcionando hasta el momento y como consecuencia de aquello abrió paso a la creación de la Bolsa de Valores de Colombia S.A.

4.1.4. Gobierno Corporativo

Otro beneficio que viene de la mano es la implementación de un buen gobierno corporativo. El gobierno corporativo, como lo define la misma Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros es “[...] es considerado como la facultad de compartir la responsabilidad de la administración y de la toma de decisiones de una empresa, desarrollando la capacidad de su recurso humano, la investigación, la misión, el presupuesto y el control.”⁹⁹ Y por lo mismo, éste tiene que tener objetivos en pro de las partes involucradas. Por ello, y continuando con la definición mas abajo indicada, “El buen gobierno corporativo, busca transparencia, objetividad, equidad en la organización y principalmente la protección de todas las partes interesadas tales como los inversionistas, empleados, acreedores, y todos los demás entes que tengan vinculación con la empresa.”¹⁰⁰

Doctrina como la del Banco de Desarrollo de América Latina que recurren a su vez a profesionales tales como Andrés Bernal, Andrés Oneto, Michael Penfold, Lisa Schneider y John Wilcox que realizaron un análisis e investigación sobre el buen gobierno corporativo en América Latina, indican que “Las prácticas de Gobierno

⁹⁷ Francisco J. Alonso Espinosa. “Fusión y Escisión de Sociedades”. *Anales de Derecho. Numero 17* (1999). pp 9-10. <http://revistas.um.es/index.php/analesderecho/article/view/81101/78271>(acceso: 21/03/2015)

⁹⁸ Ley 510 de 1999. Diario Oficial 43654 de agosto 4 de 1999.

⁹⁹ Intendencia de Mercado de Valores, Departamento de Investigación y desarrollo. *Guía Estudiantil de Mercado de Valores*. pp. 35. < <http://181.198.3.74/wps/wcm/connect/0f461ee8-17c8-455a-94b7-3c3e700f51e0/20110811134028.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=0f461ee8-17c8-455a-94b7-3c3e700f51e0>> (acceso: 21/03/2015)

¹⁰⁰ *Ibíd.*

Corporativo fortalecen los órganos de dirección y control de las empresas (asamblea de accionistas o propietario, directorio y gerencia [...])¹⁰¹ y continúan diciendo “[...] al tiempo que definen reglas claras de juego entre los actores, e incrementan el nivel de transparencia y rendición de cuentas frente a grupos de interés.” Con ello, ven la necesidad y respaldan el hecho imprescindible de implementar políticas de buen gobierno corporativo.

En el Ecuador existe el Instituto Ecuatoriano de Gobernanza Corporativa encargado de promocionar y fomentar buenas prácticas de gobierno corporativo¹⁰². Este instituto así mismo tiene la labor de “[...] generar y actualizar guías y principios de gobierno corporativo; apoyar el emprendimiento; desarrollar estudios e investigaciones para la generación de documentos guías; apoyar en la adopción de buenas prácticas por parte de los órganos de gobierno de las empresas¹⁰³”

El gobierno corporativo en el país ha estado basándose en los lineamientos internacionales. Las bolsas de valores tienen ciertos principios para un buen gobierno corporativo. Estos principios son los adoptados de la Organización para el Desarrollo y la Cooperación Económicos¹⁰⁴ y su texto sobre principios de gobierno corporativo¹⁰⁵. Dentro de estos principios se establece los siguientes: Garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo, los derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad, tratamiento equitativo de los Accionistas, revelar los datos y transparencia.¹⁰⁶

¹⁰¹ Banco de Desarrollo de América Latina. *Gobierno Corporativo en América Latina. Importancia para las empresas de propiedad estatal*. Corporación andina de Fomento. 2012. p. 9

¹⁰² Instituto Ecuatoriano de Gobernanza Corporativa.
http://www.iegc.ec/index.php?option=com_content&view=article&id=77&Itemid=147 (acceso 14/03/2015)

¹⁰³ *Ibid.*

¹⁰⁴ Fundada en 1961, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) agrupa a 34 países miembros y su misión es promover políticas que mejoren el bienestar económico y social de las personas alrededor del mundo. La OCDE ofrece un foro donde los gobiernos puedan trabajar conjuntamente para compartir experiencias y buscar soluciones a los problemas comunes. Trabajamos para entender que es lo que conduce al cambio económico, social y ambiental. Medimos la productividad y los flujos globales del comercio e inversión. Analizamos y comparamos datos para realizar pronósticos de tendencias. Fijamos estándares internacionales dentro de un amplio rango de temas de políticas públicas.

¹⁰⁵ Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE.

<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf> (acceso: 14/03/2015)

¹⁰⁶ *Ibid.*

De la mano encontramos así también los Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo.¹⁰⁷ Estos lineamientos son la piedra angular de lo que se pretende aplicar en las bolsas de valores en el Ecuador. De manera que vamos identificando las principales características encontradas tanto el lineamiento como en las reformas a la ley.

Vemos claramente el artículo 46 del libro II del Código Monetario y Financiero la cual es la Ley de Mercado de Valores la estructura del capital de las bolsas de valores y dice:

Art. 46.- Estructura de capital de las bolsas de valores.- Un accionista de una bolsa de valores no podrá ser titular ni acumular, directa ni indirectamente, un porcentaje mayor al cinco por ciento de acciones emitidas y en circulación, de dicha bolsa. Por excepción, con la finalidad de propender a la integración regional de las bolsas de valores locales y desarrollar el mercado de valores ecuatoriano, podrán superar este límite de participación hasta un máximo del treinta por ciento (30%) bolsas de valores o mercados regulados, calificados como tales por la Superintendencia de Compañías y Valores, que cumpla por lo menos con los siguientes requisitos:

1. Acreditar experiencia de al menos tres años en la administración de sistemas bursátiles en otros mercados internacionales;
2. Demostrar un volumen total de montos negociados en el último año, superior en por lo menos diez veces el monto total negociado por todas las Bolsas de Valores autorizadas para funcionar en el Ecuador, en el último año; y,
3. Los demás requisitos que establezca la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Los grupos financieros y las entidades vinculadas de manera directa o indirecta a estos, no podrán ser accionistas de las bolsas de valores ni formar parte de su Directorio.

Las acciones en que se encuentra dividido el capital social de una bolsa de valores, deben inscribirse en el Catastro Público del Mercado de Valores y ser negociadas bursátilmente.

Para el cumplimiento de esta disposición se debe tomar en consideración lo establecido en esta Ley y en sus normas secundarias, respecto de vinculaciones.¹⁰⁸

Esto es parte de un buen gobierno corporativo en cuanto y tanto se traza esquemas y abre paso a mayor oportunidad a los accionistas a intervenir velando por sus intereses. Se cumple con uno de los principios que se establece en los lineamientos antes mencionados el cual es el fomento de la participación e

¹⁰⁷ Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo.

<http://www.caf.com/media/3266/linea6abril100dpi.pdf> (acceso 20/02/2015)

¹⁰⁸ Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores. op. cit. Art 46.

información de los accionistas¹⁰⁹. Vemos que existe un límite porcentual en cuanto a la acumulación de acciones por parte de quienes estén interesados en adquirirlas. Sin embargo se abre la posibilidad de acumular un porcentaje mayor siempre y cuando se cumpla con los requisitos previamente descritos. Así, abre la posibilidad a que con la debida probidad del inversionista conocedor del mercado de valores se le aumente el porcentaje de propiedad de la bolsa de valores.

Otros principios identificados que indican en los Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo es lo competente al directorio. Como consecuencia de la situación anterior, sobre la notable apertura a cualquier inversionista interesado, se puede integrar una mayor posibilidad de interés público y éste pueda estar representado en el directorio. Como lo indica el artículo 47 del Código Orgánico Monetario y Financiero, libro II Ley de Mercado de Valores:

El máximo órgano administrativo de las bolsas de valores es el directorio, cuyos miembros serán elegidos por la junta general de accionistas de la bolsa de valores por un período de hasta dos años, observando el principio de independencia del directorio como cuerpo colegiado frente a los accionistas, a los intermediarios y a la administración de las bolsas de valores.¹¹⁰

Que los intereses generales se vean representados en el directorio es en sí mismo otro beneficio identificado con las reformas dadas. Aquí también cambia la realidad en la que se ha estado viviendo con la bolsa de valores como corporación civil puesto que como los miembros de las bolsas exclusivamente eran las casas de valores, velaban siempre por sus intereses. Con las reformas a la ley, ellos ya no van a ser los únicos dueños de las bolsas y por lo mismo, dan apertura y cabida a que nuevos accionistas independientemente si son intermediarios, o de la administración de la bolsa de valores para que se pueda formar un directorio en el cual se vele por el público participante del día a día en general .

Incluso la ley misma prevé ciertas disposiciones para la conformación o integración de los accionistas que las muestro a continuación.

1. Revelación al directorio de acuerdos de actuación conjunta establecidos entre accionistas, miembros del directorio y principales administradores;
2. Representación en el directorio de los accionistas minoritarios;

¹⁰⁹ Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo.. op cit. p 16.

¹¹⁰ *Id.* Artículo 47

3. Alternabilidad de los miembros del directorio, los cuales podrán ser reelegidos por una sola vez consecutiva;

4. En caso de existir conflictos de interés de uno o algunos directores, con los asuntos sometidos a consideración del Directorio, estos directores deberán eximirse de tratar o votar sobre estos temas; y,

5. Que los miembros de los directorios y las personas que efectivamente vayan a dirigir las actividades y las operaciones del mercado, tengan una reconocida honorabilidad empresarial o profesional y cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores.

Los representantes legales o administradores de los intermediarios del mercado de valores, o quienes estén de manera directa o indirecta vinculados a uno de ellos, no pueden ser parte del directorio, en un porcentaje que en su conjunto supere el treinta por ciento (30%) de la integración total de éste.

Quien sea miembro del directorio de las bolsas de valores no deberá encontrarse incurso en ninguno de los impedimentos detallados en el artículo 7 de esta Ley, para ser miembro de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, excepto los relativos a la propiedad, administración o vinculación con las entidades inscritas en el Catastro Público del Mercado de Valores contenidas en los numerales 8 y 9 de ese artículo.¹¹¹

Se ven latentes los principios de buen gobierno corporativo en cuanto al directorio se trata. Efectivamente, podemos identificar de los lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo la necesidad de tener un directorio¹¹², atribución de funciones de supervisión y definición de estrategia al directorio¹¹³, categorías de miembros del directorio¹¹⁴, nombramiento en el cual dentro de éste

¹¹¹ *Ibid.*

¹¹² “[...] entendemos que entre las reglas fundamentales que debe tenerse en cuenta desde un punto de vista de buen gobierno, resalta la de que las sociedades mercantiles cuenten con un órgano de carácter colegiado como el Directorio que tenga una estructura definida y una dimensión adecuada al tamaño y a las necesidades de gobierno de la sociedad.”

¹¹³ Las normas internas deberán establecer algunas **facultades que no deberán ser objeto de delegación:**

- a) La aprobación de los presupuestos anuales y plan de negocio, las estrategias corporativas y los planes y políticas generales de la compañía.
- b) El nombramiento, retribución y, en su caso, destitución de los altos directivos de la compañía.
- c) El control de la actividad de gestión, la eficiencia de las prácticas de gobierno corporativo implementadas y la evaluación de los altos directivos.
- d) La identificación de los principales riesgos de la compañía, incluidos los asumidos en operaciones fuera de balance y en especial la implantación y seguimiento de los sistemas de control interno y de información adecuados. Si se realizaran operaciones *off shore*, deberán hacerse de conformidad con los procedimientos, sistemas de control de riesgos y alarmas que hubiera aprobado el Directorio.

¹¹⁴ Con el propósito de representar fielmente la estructura accionarial de la compañía, el Directorio debería contar con distintas categorías de miembros en su seno, cada una de las cuales representará unos intereses de acuerdo al origen de su nombramiento. Estas categorías son las siguientes:

- a) Directores internos o ejecutivos: son aquellos con competencias ejecutivas y funciones de alta dirección de la compañía o de sus participadas.

están contemplados la selección de los directores¹¹⁵, representación de los accionistas minoritarios¹¹⁶, designación de directores independientes y declaración de independencia de los directores¹¹⁷. La alternabilidad del directorio (PONER LA CITA SOBRE ESTO). Todo lo antes mencionado está contemplado dentro de los principios que se deben constatar dentro de los que conforma el directorio. Desde mi punto de vista personal concuerdo que la nueva ley con respecto al tema precedente es bastante objetiva y deduce la importancia de los principios de buen gobierno corporativo. Los lineamientos que se refieren la ley va a hacer posible que se logre desarrollar la bolsa de valores con su nueva condición jurídica de mejor manera. Habrá que ver en la práctica si se cumple a cabalidad y sin tergiversaciones dichos principios.

Así mismo más evidencia del bueno gobierno corporativo que se establecen en los lineamientos del texto ya antes mencionado se encuentra en el artículo 48 de la misma ley que indica lo siguiente:

Art. 48.- Obligaciones de las bolsas de valores.- Las bolsas de valores deben cumplir las siguientes obligaciones:

b) Directores externos: son aquellos que, sin estar vinculados a la gestión de la compañía, representan el conjunto de los intereses generales y difusos que concurren en ella, así como el de accionistas significativos. Esta categoría se descompone, a su vez, en dos tipos:

b1) Directores No Independientes: son aquellos propuestos por quienes sean titulares de participaciones significativas y estables en el capital de la compañía.

b2) Directores Independientes: son aquellos de reconocido prestigio profesional que puedan aportar su experiencia y conocimiento para la mejor gestión de la compañía, no incluidos en las dos categorías anteriores.

¹¹⁵ La Asamblea General de Accionistas es soberana en cuanto a la elección de los Directores, que en todo caso deberán elegirse en virtud de criterios de profesionalidad, prestigio profesional y conocimiento. Esta facultad de la Asamblea es exclusiva e indelegable de la misma. Por ello, resulta indudable que las sociedades deberían fijar en sus normas internas un procedimiento de selección y propuesta de los miembros del Directorio, en la que o no haya ninguna intervención de los directores internos, o ésta sea lo más limitada posible. Por ello, la propuesta y designación de los miembros del Directorio deberá sujetarse a un procedimiento formal y transparente, con propuesta justificada de la comisión de nombramientos y remuneraciones si existiera, o del miembro o miembros independientes del Directorio en caso contrario.

¹¹⁶ [...] asegurar el nombramiento de miembros en representación del capital flotante y, en concreto, de los accionistas minoritarios, dentro de las posibilidades que de la dimensión del Directorio se deriven y sin olvidar que, en buena medida, corresponde a los propios miembros independientes del Directorio actuar en defensa de los minoritarios.

¹¹⁷ El proceso de selección debe ser complementado con una doble obligación, que sería recomendable que se recoja en la ley aplicable a las sociedades co- tizadas:

i) Una obligación activa del candidato de declarar pública y explícitamente que se siente y objetivamente es independiente, tanto frente a la propia sociedad, como frente a sus accionistas y directivos, con deber expreso de indicar cualquier factor o hecho que a ojos de un tercero pueda poner en entredicho dicha independencia.

ii) El propio Directorio debe declarar que considera al candidato como independiente, en base a su propia declaración y a las averiguaciones adicionales que el consejo pueda haber realizado.

1. Regular y supervisar, en el ámbito de su competencia, las operaciones de los participantes, y velar porque se cumplan las disposiciones de la Ley;
2. Proporcionar a los intermediarios de valores la infraestructura física y tecnológica que les permita el acceso transparente de las propuestas de compra y venta de valores inscritos;
3. Ser accionista de la compañía anónima proveedora y administradora del sistema único bursátil;
4. Brindar a los intermediarios autorizados, a través del Sistema Único Bursátil SIUB, el mecanismo para la negociación bursátil de los valores e instrumentos financieros;
5. Contratar los servicios de la Sociedad Proveedora y Administradora del Sistema Único Bursátil;
6. Divulgar y mantener a disposición del mercado y del público en general información simétrica, veraz, completa y oportuna, sobre las cotizaciones de los valores, intermediarios y las operaciones efectuadas en bolsas de valores, así como sobre la situación económica financiera y los hechos relevantes de los emisores;
7. Entregar en tiempo real a los depósitos de compensación y liquidación de valores información relacionada con las negociaciones del mercado de valores;
8. Mantener estándares de seguridad informática tales como protección de los sistemas informáticos, respaldos de la información en sedes distintas al lugar donde operen las Bolsas de Valores, medidas de gestión del riesgo legal, operativo y financiero, de acuerdo a lo que determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera;
9. Publicar y certificar la información de precios, tasas, rendimientos, montos, volúmenes y toda la información que la Superintendencia de Compañías y Valores considere pertinente, de las operaciones efectuadas en bolsa de valores, y el registro de los intermediarios, operadores de valores, emisores y valores inscritos. Esta información debe ser pública y de libre acceso para toda persona, en la manera que la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera lo establezca;
10. Cumplir con los principios de transparencia y objetividad que garanticen la adopción de buenas prácticas corporativas;
11. Inscribir y registrar emisores y valores para la negociación en bolsa de valores, así como suspender o cancelar su inscripción;
12. Sancionar a las personas jurídicas y personas naturales sometidas a su control, por transgresiones a las normas de autorregulación; y,
13. Las demás que de acuerdo a esta Ley, en uso de sus atribuciones, disponga la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.¹¹⁸

Fácilmente se encuentra identificado el principio referente al control y la información de los estados financieros¹¹⁹ y no solo eso sino de las operaciones en el mercado bursátil. Teniendo siempre en cuenta la divulgación de toda la información necesaria para que todos los actores del mercado de valores puedan operar sin ningún

¹¹⁸ *Id.* Artículo 48.

¹¹⁹ El Directorio deberá rendir y presentar los estados financieros, utilizando adecuadamente los principios contables contenidos en las normas internacionales de contabilidad o las aplicables con carácter general en el país del domicilio social de la empresa, con el objetivo de evitar salvedades por parte del auditor. No obstante, cuando el Directorio considere que debe mantener su criterio, por tratarse de incertidumbres, éstas deberán ser adecuadamente explicadas y justificadas públicamente, concretando el contenido y el alcance de la discrepancia.

problema y con las mismas condiciones dependiendo de su actividad¹²⁰. Así como la información pertinente para todos siempre y cuando ésta no sea la reservada.

Como se explicó anteriormente, el gobierno corporativo vela por los intereses tanto de los miembros de las casas de valores como de los terceros que interesados que ostentan acciones de la bolsa misma. De esa manera se minimiza el conflicto de intereses que puede existir con el otro modelo de las bolsas de valores mutuales en las cuales las casas de valores son las únicas que tienen cuotas de membresía y por lo mismo pueden verse vinculadas políticas de regulación que sean de interés y favorables para ellos mismos y no tan beneficiosas para los terceros interesados dueños de acciones de la bolsa. Esto también está íntimamente ligado a los beneficios de los inversionistas.

4.2. Ventajas Para los Inversionistas.

Existen ventajas o beneficios latentes con la nueva reforma de la ley de mercado de valores, que si bien es cierto, está íntimamente ligada con los beneficios de la bolsa de valores, es en perspectiva y de forma individual son igualmente importantes para hacerlos mención. Ahora bien, los inversionistas son “[...] las personas naturales o jurídicas que canalizan su dinero en el mercado de valores con el propósito de obtener

¹²⁰ Además de difundir información por los medios tradicionales de comunicación, las grandes compañías y las empresas listadas con una gran base accionarial deberán fomentar el uso de las nuevas tecnologías de comunicación a distancia (caso del correo electrónico) y mantendrán una página web corporativa que deberá contener, de forma permanente y actualizada, al menos la siguiente información:

- a) Estatutos.
- b) El Reglamento de la Asamblea y del Reglamento del Directorio.
- c) Los hechos relevantes.
- d) Los acuerdos entre accionistas.
- e) La información financiera pública.
- f) Las Actas de las Asambleas celebradas en los últimos dos años.

Desde la fecha del anuncio de convocatoria de la Asamblea, la compañía incorporará a la página web corporativa la información relativa al anuncio de la convocatoria y su documentación complementaria, además de toda aquella que estime conveniente para facilitar la asistencia de los accionistas a la misma y su participación activa.

En este sentido, se considera conveniente el desarrollo de sistemas de alerta que permitan notificar en tiempo real al accionista o inversores por medio de correo electrónico de las informaciones y contenidos que se publiquen en el sitio de Internet.

La aplicación de este tipo de tecnologías se considera muy recomendable para el adecuado fomento de

una rentabilidad.”¹²¹ Entonces entendemos que los inversionistas desean elevar su capital o un capital determinado negociando con valores.

4.2.1. Posibilidad de nuevos accionistas.

Los inversionistas en el mercado de valores comprenden el sector público, inversionistas privados, administradoras de fondos que son a su vez compañías anónimas conforme al libro II Ley de Mercado de Valores, incluso inversionistas extranjeros¹²². Con las reformas a la ley ya mencionadas se pretende atraer mas inversión para el mercado de valores, pero no sólo eso, la libre apertura, de la bolsa de valores al cambiar su figura jurídica, para otros interesados para que puedan ser parte y ser propietarios de las bolsas es otro gran beneficio que se puede observar claramente. Como consecuencia de la aplicación del buen gobierno corporativo y que funcione como empresa el accionista tiene atracción por las acciones de la bolsa porque se van a tomar decisiones objetivas.

4.2.2. Seguridad y Transparencia

Al trabajar directamente con una casa de valores, autorizada y supervisada por la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros se elimina el riesgo de fraude al que se expondría al operar con entidades desconocidas y no reguladas. Pero más allá de eso, y en especial los inversionistas que compran acciones de las bolsas, van a presenciar de mejor manera, mayor imparcialidad y transparencia puesto que el directorio ya no va a estar conformado solamente por las casas de valores o los administradores sino que ya se va a velar, como se explicó anteriormente, por el interés general de los accionistas que también van a tener oportunidad de ser parte de dicho directorio. Consecuencia por buen gobierno corporativo, dentro de la ventaja del inversionista.

¹²¹ Citigroup. *ABC de los Inversionistas, Educación Financiera para todos*. pp 5.
<https://www.citibank.com.co/resources/pdf/Cartilla_ABC_Mercado_Valores.pdf> (acceso: 27/03/2015)

¹²² *Guía Estudiantil de Mercado de Valores*. Op. Cit.

4.2.3. Mayor Liquidez.

Una vez que se ha explicado que los mismos inversionistas ya tienen la posibilidad de adquirir las mismas acciones de la bolsa de valores damos paso a otro beneficio identificado y que puede ser de mucha utilidad al momento de querer obtener liquidez. Esto es que se puede vender esas acciones de la bolsa que se han adquirido. La liquidez está materializada en el evento de que en cualquier momento que el inversionista se vea en la necesidad, se pueda vender esa acción de la bolsa. Sabiendo que lo va a lograr de manera fácil y rápida puesto que es de bastante atractivo obtener acciones de dicha sociedad. Es atractivo puesto que existen mayores opciones en la bolsa de valores con la desmutualización para invertir, así mismo se asegura de cierta manera que los resultados de la bolsa de valores sean mejores que como se configuraba hasta antes de las reformas a la ley.

4.3. Ventajas para los Emisores.

De la otra mano están los emisores. Los emisores son entendidos como “(...) aquellas entidades que deciden financiar sus actividades a través de la emisión de valores”¹²³ entonces se pueden asumir que en su gran totalidad son empresas que buscan un financiamiento a mediano y largo plazo para sus proyectos, obtener liquidez y seguir desarrollándose. Tal como los inversionistas, existen emisores públicos entendido como cualquier institución del estado, privados tales como fideicomisos de titularización y fondos colectivos, compañías anónimas incluso los gobiernos seccionales.¹²⁴

4.3.1. Mayor oportunidad de financiamiento en el Mercado de Valores nacional.

Las bolsas de valores como sociedades anónimas tienen que funcionar como empresa y por lo tanto, dentro del Mercado de Valores local, tienen la oportunidad de

¹²³ Citigroup. *Glosario del Inversionista*. <
https://www.citibank.com.co/colombia/common/pdf/EduFinan_GlosarioInver.pdf> (acceso:
27/03/2015)

¹²⁴ *Ibíd.*

que ahora pueden ofrecer más productos para vender como ya se lo ha mencionado. Entonces, como consecuencia de ello, el emisor tendrá más opciones de valores a emitir y más operaciones bursátiles en las que puede participar para financiarse.

4.3.2. Mayor oportunidad de financiamiento en el Mercado de Valores Internacional.

Es evidente que el momento en que las bolsas se abren a mercados internacionales, se globalizan y por la forma en la que están constituidas atraen mayor capital, los emisores van a tener una gama de oportunidades para obtener ese financiamiento que tanto necesitan con más facilidad y definitivamente a menor costo, optimizando su estructura financiera y adaptar las condiciones que, dependiendo de la circunstancia o situación en la que se hallen puedan satisfacer sus necesidades específicas y sin dejar de ser un atractivo para los inversionistas que están dispuestos a contribuir con dicho desarrollo y optimización de las empresas.

4.3.3. Emisor a la vez accionista de la bolsa.

Ahora bien, con las reformas a la ley, el emisor ahora puede y además le conviene ser accionista de la misma bolsa de valores. Esta conveniencia nace por el hecho de que le interesa ser parte de la bolsa en la que se negocian sus valores emitidos. Esta es una ventaja bastante buena y un indudable beneficio si el emisor así lo quiere. Resulta que el emisor normalmente se financia a través del mercado de valores, es decir, a través de la bolsa de valores. Además, ahora siendo accionista de la misma también al final del ejercicio económico va a poder percibir las utilidades y beneficios que la misma bolsa le reputa. De esa manera gana en doble vía, financiándose emitiendo valores que se cotizan en la bolsa y a su vez ostentando derechos de propiedad, acciones, de la misma.

4.4. Ventajas Para las casas de valores.

4.4.1. Utilidades para las casas de valore que siguen siendo accionistas.

Para las casas de valores que sigan siendo accionistas observamos que uno de los mayores beneficios que podemos apreciar del cambio de estructura de la bolsa de valores es en cuanto a las utilidades. Es sabido que las bolsas de valores como corporación civil sin fines de lucro, todas las utilidades que percibían o mejor dicho, excedente económico de su actividad, se reinvierte en su totalidad en el desarrollo o mejoramiento de la misma bolsa incluso dejando una reserva para el próximo año. Esto no se podía dar cuando eran corporaciones civiles.

Ahora bien, siendo ahora las bolsas de valores compañías anónimas, son compañías que persiguen una finalidad lucrativa y por lo mismo, el excedente económico que tienen al final del año fiscal se pueden distribuir entre los accionistas de acuerdo al número de acciones. Como cualquier compañía anónima siguen las reglas de la Sección VI de la Ley de Compañías relativo a las compañías anónimas.¹²⁵ Esto ayuda de gran manera a las casas de valores puesto que ahora ellos van a disponer a su mejor conveniencia de ese dinero.

4.4.2. Posibilidad de Convertirse en Banca de Inversión

Al desmutualizarse las bolsas de valores, una de las características que analizamos en capítulos anteriores era que se separa la propiedad de éstas con la actividad de intermediación. Y por lo tanto, esto permite a las casas de valores vayan a dejar de ser dueñas de las bolsas y profesionalizarse en su trabajo y de ese modo tratar de manera más objetiva los valores que venden, el efecto de esto es que las casas de valores pueden ser bancas de inversión.

Por lo mismo, es evidente el beneficio que se puede percibir si es que lo hacen de la manera correcta las casas de valores, convertirse en un banco de inversión. En la nueva ley de mercado de valores contenida en el Código Orgánico monetario y

¹²⁵ Ley de Compañías. Registro Oficial 312. De 12 de septiembre de 2014.

Financiero se agrega todo un capítulo por la Ley No. 0, publicada en Registro Oficial Suplemento 249 de 20 de Mayo del 2014, en la cual se indica todo respecto de la banca de inversión. Por lo mismo, la banca de inversión como lo indica el artículo innumerado primero del Capítulo II de la ley en mención específica que “Es aquella actividad especializada orientada a la búsqueda de opciones de inversión y financiamiento a través del mercado de valores, efectuada por entes dedicados especialmente a esta actividad.”¹²⁶

Tanto la doctrina como la jurisprudencia por su parte alude al concepto como:

(...) la Banca de Inversión tiene como función principal la formación de capital. Esta función la desarrolla mediante la prestación de una serie de servicios que tienden a optimizar el funcionamiento de los mercado de capitales y a agilizar la consecución de fondos para llevar a cabo proyectos empresariales (...)

La Banca de Inversión moderna ha ampliado su campo de acción mediante el desarrollo de operaciones en el área de finanzas corporativas y la exploración de nuevas alternativas de financiación. En este nuevo horizonte actúa como asesora de empresas en programas de reestructuración financiera; en procesos de fusión, adquisición o venta de empresas; en el impulso a las inversiones en capital de aventura [venture capital]; en transacciones financieras como los intercambios de deuda por capital (...) en la financiación de proyectos; en los procesos de privatización de las empresas estatales, etc.¹²⁷

De la misma manera el inciso segundo del mismo articulado deja expresamente claro y limita solo a determinadas entidades las cuales son las casas de valores como empresas privadas y al Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS). “Solamente podrán realizar actividades de banca de inversión las casas de valores y el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social.”¹²⁸ Entonces si las casas de valores se manejan como banca de inversión no solo que son favorecidas con la ley al limitar a un escaso grupo de compañías como lo son ellas y el BIESS a que realicen todas actividades y por lo mismo expandirse de gran manera con el cambio de estructura de la bolsa y la evidente atracción que tiene de capitales extranjeros y las posibles asociaciones o alianzas estratégicas con otras bolsas para poder negociar en

¹²⁶ *Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II Ley de mercado de Valores... Óp. Cit.*

¹²⁷ Superintendencia Financiera de Colombia. Doctrina y Conceptos 2005. Banca de inversión. Corporaciones Financieras.
<https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Normativa/doctrinas2005/bancainver008.htm> (acceso: 28/03/2014)

¹²⁸ *Ibíd.*

este mundo globalizado y competitivo, sino que la ley les confiere aún más facultades y atribuciones que bien utilizadas van a lanzar al mercado de valores ecuatoriano a competir a nivel internacional con estándares que no se han visto en el país hasta la actualidad.

Por lo mismo, las atribuciones y facultades adicionales a las de las casa de valores que las reformas a la ley contemplan para los bancos de inversión son los expresamente establecidos en el artículo innumerado tercero y son los siguientes¹²⁹:

1. Actuar como estructurador, impulsador y promotor de proyectos de inversión y financiamiento, tanto público como privado;
2. Estructurar procesos de emisión de valores negociables en el mercado de valores, de conformidad con las normas y requisitos que establezca la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, para lo cual deberán acreditar capacidad técnica y jurídica y la posibilidad de disponer directa o indirectamente de personal especializado para esta tarea. En todo caso, la banca de inversión asumirá la responsabilidad de las actividades realizadas en estos procesos de estructuración;
3. Dar asesoría e información en materia de finanzas, valores, estructuración de portafolios de valores, fusiones, escisiones, adquisiciones, negociación de paquetes accionarios, compra y venta de empresas, y otras operaciones del mercado de valores;
4. Explotar su tecnología, sus servicios de información y procesamiento de datos, en el ámbito relacionado con el mercado de valores para las empresas privadas e instituciones públicas, y obtener los recursos o los instrumentos financieros necesarios para realizar determinada inversión, mediante la emisión y venta de valores en los mercados de capitales;
5. Realizar actividades de hacedor del mercado (market maker), con valores de renta variable o de renta fija del sector público y privado, inscritos en Bolsas de Valores, bajo las condiciones establecidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera mediante disposiciones de carácter general;
6. Realizar operaciones de underwriting o suscripción de una emisión o parte de ella, para su posterior reventa en el mercado;
7. Efectuar valoraciones financieras de empresas o proyectos; y,
8. Las demás actividades que autorice la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Viéndolo en perspectiva, se ve un gran avance en la ley con la posibilidad que se les brinda a las casas de valores, sin embargo habría que ver en la práctica si es que la realidad nacional y la situación actual o en un futuro cercano les conviene a las casas de valores convertirse en bancos de inversión. Puesto que través al momento puede que no haya la inversión suficiente y el mercado bursátil todavía no está muy bien

¹²⁹ Id. Art 3ro.

desarrollado como se ha demostrado que lo ésta en otros países para que este tipo de entidades jurídicas puedan operar de manera óptima.

Vemos cierta incertidumbre en cuanto y tanto se establezca un modelo en el cual, las cuotas de membresía que ostentan todas las casas de valores tanto en Quito y Guayaquil vayan a pasar a ser acciones. Esto es algo que inquieta de cierta manera a las casas de valores puesto que es bastante dinero de por medio. Existe ya un patrimonio establecido de las bolsas de valores y que obviamente sus miembros son las casa de valores, además, dichas casas de valores en su momento ya compraron su cuota de membresía. Entonces, habrá que ver como resuelve la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera con lo que respecta a expedir un reglamento en el cual se regularice sin perjudicar a las partes intervinientes convirtiendo el valor de la cuota de membresía en acciones y que este valor en acciones cumpla con las normas que la ley contempla. Es decir, que cumpla con el artículo 46 del Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II Ley de Mercado de Valores. En el siguiente capítulo se realiza un análisis jurídico al respecto de este tema en específico indicando cuales son los problemas a resolver y las posibles soluciones que pueden acoger al momento de tomar una decisión al respecto.

5. Elementos que debe contemplar la normativa secundaria para viabilizar la desmutualización en el Ecuador.

Una vez desarrollado, identificado, y analizando las reformas dentro de los parámetros que nos hemos propuesto estudiar en este trabajo, y dadas las circunstancias actuales en las que ya se ha cumplido más de un año desde que la Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil indica las reformas a la Ley de Mercado de Valores (publicada en el Registro oficial Suplemento 249 de 20 de mayo del 2014) y que ahora está contenida dicha codificación en el Código Orgánico y Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores (Registro Oficial Suplemento 215 de 22-feb.-2006 y en la que su última modificación fue el 12 de septiembre de 2014) y no se ha pronunciado nada al respecto sobre una reglamentación específica. Atendiendo además al límite temporal que se encuentra establecido en la ley para la desmutualización de la bolsa, que en el caso de no lograrse dicha desmutualización se creará una bolsa pública. Aquí, abrimos un paréntesis para introducir brevemente la bolsa pública.

En el Código Monetario y Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores se establece en su Título XXV Disposiciones Transitorias, la disposición transitoria

tercera, inciso segundo que “[...] 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.”¹³⁰

Sin embargo, la historia de del mercado de valores en el Ecuador nunca ha evidenciado una bolsa de valores pública como se menciona en la actual ley. En el derecho comparado vemos que el país que contiene una bolsa pública es Venezuela.

En la gaceta oficial de la República Bolivariana de Venezuela se publicó oficialmente la Ley de la Bolsa Pública de Valores Bicentenario¹³¹ y abre paso a este nuevo tipo de bolsa de valores. En ésta ley se indica en su artículo 1 que es la bolsa y expresa lo siguiente:

“Se crea el Instituto Público Bolsa Pública de Valores Bicentenario, como institución encargada de la prestación de todos los servicios necesarios para realizar en forma continua y ordenada las operaciones con valores emitidos por los entes públicos, las empresas públicas, las empresas del Estado) las empresas de propiedad social o colectiva, las empresas mixtas, las cajas de ahorro de los entes públicos, las comunidades organizadas, institutos autónomos, las empresas privadas, las pequeñas y medianas empresas con la finalidad de proporcionarles adecuada liquidez y financiamiento.”

Entonces, tomando la misma idea se podría dar un concepto general a lo que la ley se refiere con bolsa pública. Sin embargo con ánimos de generar una crítica constructiva a la ley podemos establecer que se presentan grandes desafíos para que se instaure este nuevo modelo.

5.1. Desafíos de la creación de la bolsa pública.

Los desafíos que tiene que enfrentar en un futuro la ley con esta nueva implementación de la bolsa pública son bastante grandes.

¹³⁰ *Ibíd.*

¹³¹ Ley de la Bolsa Pública de Valores Bicentenario .Gaceta Oficial 5.999 extraordinaria de 13 de noviembre de 2010.

Empezando por el hecho de que no se establece de donde van a obtener los elementos necesarios para poder operar en el mercado de valores, tales como la información que es valiosa y tiene un precio, los sistemas y enlaces que operan a diario el mercado de valores, la información de varios años atrás sobre sus clientes y mas que nada la información privilegiada que se maneja en el mercado. Este acaso va a ser una empresa pública creada para tal efecto, y quien va a ser su regulador.

Así mismo, quiénes podrían ser los potenciales miembros. Puesto que el mercado de valores ya está funcionando varias décadas y han construido todo un aparataje bastante complejo para su operación. Con que patrimonio se comenzaría a funcionar esta bolsa pública y que pasa con las bolsas existentes. Acaso se piensa en realizar una confiscación o expropiación de información y demás activos a las bolsas ya existentes para poder operar con esta nueva figura de bolsa pública. Cabe recalcar que el mercado de valores no puede parar de funcionar por lo que el desafío es bastante grande y casi utópico si se lo emplea en la práctica y la realidad nacional.

Sin embargo, queda bastante por resolver en cuanto a la posibilidad de éxito de dicha bolsa pública puesto que se plantean varios interrogantes como por ejemplo, de donde van a sacar los clientes, información actual y de años pasados, sistematización, capital, etcétera... para que logre operar de manera óptima en el mercado nacional Ecuatoriano.

Volviendo al tema en cuestión, podemos llegar a las conclusiones que dentro de los elementos que debería contemplar la normativa secundaria en lo que respecta a las bolsas de valores y dentro del contexto analizado en ésta tesina, se debería observar lo siguiente:

5.2 Sistema Único de Interconexión Bursátil.

Primero que todo, que se logre concretar de manera efectiva un sistema único de interconexión bursátil a nivel nacional. Como se ha explicado anteriormente, lo óptimo sería que se logre sistematizar de manera tal que incluso sea un tercero imparcial el que brinde todo este servicio, es decir, que tenga un sistema apto para

poder realizar cualquier negociación y brindar todo el acceso a los mercados de valores así como también a sus inversores, sus intermediarios y sus emisores. Si bien es cierto que en la actualidad existe una interconexión operativa entre bolsas de valores, desde la resolución No CNV-007-2011¹³² del Consejo Nacional de Valores en el 2011 en la cual ya indica que con el fin de “[...] promover un mercado organizado integrado eficaz y transparente, que se logra con información veraz, completa y oportuna.”¹³³ Y resuelve que ambas bolsas de valores (Quito y Guayaquil) utilicen un solo sistema de negociación bursátil transaccional.

Pero, en la realidad no existe una interconexión total, lo que falta para que se perfeccione el sistema de interconexión bursátil que se dé una solución para que puedan interactuar entre casas de valores locales pertenecientes a distintas bolsas a nivel nacional. Como indica Sandra Cevallos¹³⁴ este proceso se inició en enero el 2012, lo que se hizo fue la autorregulación conjunta entre las bolsa de valores de Quito y la de Guayaquil. La parte operativa es la que funciona de manera correcta y funciona.

En donde existen diferencias es en la parte de compensación y liquidación. Hay una imperfección en el mercado justamente porque existe un mismo sistema transaccional denominado SEB (Sistema Electrónico Bursátil). Como se ha indicado previamente hay las casas de valores nacionales y las locales. Entre casa de valores locales no se puede interactuar con otra casa de valores local que tiene cuota de membresía en la otra bolsa de valores, ya sea en Quito o Guayaquil dependiendo del caso. Ésta es otra de las imperfecciones que se puede percibir actualmente.

Para que se perfeccione el sistema de interconexión bursátil se necesita hacer que se puedan interactuar entre casas de valores locales pertenecientes a distintas bolsas a nivel nacional.

¹³² RESOLUCIÓN No CNV-007-2011. Resoluciones del Consejo Nacional de Valores. op. cit.

¹³³ *Ibid.*

¹³⁴ Directora de Rueda de la Bolsa de Valores de Quito.

Así mismo hay ciertas imperfecciones en cuanto a la forma en la que entra a negociar cada casa de valores, es decir, el Redeval (Red de Mercado de Valores), es una empresa proveedora del servicio de sistema informático. Los dueños de esto son las bolsas de valores.

Para negociar en el mercado de valores, las casas de valores tienen que ingresar un código tanto en Quito como en Guayaquil, es decir, dos códigos para realizar las negociaciones. El modelo propio del sistema actualmente, le permite ingresar 2 códigos necesariamente, uno de Quito y otro de Guayaquil. Lo que se necesitaría es optimizar como de manera tal que solo se necesite ingresar un código.

Como se indicó brevemente existen convenios de reciprocidad entre las bolsas de valores que en la práctica no se la ha utilizado correctamente¹³⁵. Sin por lo que como nos indica la Economista Cevallos sería pertinente que la autoridad de control audite de manera cauta para ver si se está cumpliendo a cabalidad los acuerdos que se han generado entre las bolsas del país.

5.3 Unificación del Mercado de Valores.

Es evidente que todavía no hay una unificación del mercado, es decir, existen casas de valores que solo operan a nivel local tanto en Quito como en Guayaquil por ser miembros solo de una bolsa de valores y casa de valores que si operan a nivel nacional puesto que son miembros de ambas por adquirir una cuota de membresía en cada una de las bolsas.

Frente a la realidad de la existencia de una bolsa de valores tanto Quito como en Guayaquil y la necesidad de unificar el mercado se debe establecer si es necesario que sigan subsistiendo las dos bolsas o solo una de ellas. Así mismo debe resolver e indicar como se va a proceder al respecto de las casas de valores que tienen cuotas de membresía en la actualidad en ambas bolsas de valores. Puesto que aquí hay un conflicto con derechos adquiridos ya que se quiere realizar una negociación a nivel nacional ya no importaría si es que posees propiedad en una u otra bolsa o si la tienes en ambas, el mercado de valores se integra por completo.

¹³⁵ Sandra Cevallos. Entrevista personal (16/03/2015)

Ahora bien, el meollo del asunto y como debe resolverse lo tienen que hacer entre las casas de valores y las bolsas de valores porque es una institución privada la bolsa de valores.

5.3.1 Derecho Adquirido.

Aquí debemos abrir un paréntesis para hacer un análisis sobre el derecho adquirido que estaría afectado puesto que como ya se introdujo anteriormente en capítulos precedentes, el mercado de valores ecuatoriano tiene una característica especial la cual es la condición de la casa de valores respecto a otras. Me refiero a la ya mencionada cuota de membresía que tiene cada casa de valores respecto a las bolsas de valores. Tenemos casas de valores que son miembros de la bolsa de valores de Quito, también casa de valores que son miembros de la bolsa de valores de Guayaquil y la tercera condición son las casas de valores que tienen cuotas y son miembros de ambas bolsas. La gran diferencia radica en la capacidad de negociar en el mercado de valores puesto que las casa de valores miembros de una sola bolsa de valores solo pueden operar a nivel local y no a nivel nacional.

Ahora con la ley vigente el mercado de valores cambia con respecto a eso y hay una verdadera unificación. Con ello las casas de valores que adquirieron dos cuotas tanto en Quito como en Guayaquil sufren un detrimento puesto que al volverse un mercado nacional ya van a tener las mismas condiciones las casa de valores locales y las que operan a nivel nacional por ello cabe realizar el análisis sobre el derecho adquirido a continuación. Primero que todo, definamos que significan los derechos adquiridos.

Hemos encontrado Varias definiciones de lo que es el derecho adquirido incluso autores que recogen sus definiciones como tal. Soto Álvarez hace un análisis partiendo de los conceptos de varios autores tales como Merlín, Julien Bonicasse, Savigny, Simoncelli, Coviello, Planiol entre otros. Mas allá de las definiciones que alude en su texto lo que deja claro es que los derechos adquiridos están íntimamente

relacionadas con la aplicación a la ley en el tiempo.¹³⁶ Por otro lado vemos jurisprudencia Colombiana que así mismo recoge varias definiciones de los derechos adquiridos en su sentencia No. C-168/95 y La Corte Constitucional de Colombia extrae muy bien las siguientes definiciones.

Merlín define los derechos adquiridos como "aquellos que han entrado en nuestro patrimonio, que hacen parte de él y que no puede ya quitarnos aquél de quien los tenemos". Toda otra ventaja no es más que un interés o expectativa que no nos pertenece y la ley puede quitarnos la esperanza de adquirirla, definición reproducida con ligeras variantes por casi todos los autores, y que según Luis Claro Solar "tiene el inconveniente de no poderse aplicar en todos los casos pues hay derechos que no figuran en nuestro patrimonio, como los derechos políticos y los derechos constitutivos de la persona; y hay facultades que no pueden sernos quitadas por nadie y que, sin embargo, no constituyen derechos adquiridos en el sentido que debemos dar a estas expresiones. Pero en el fondo todas las definiciones están de acuerdo en esta idea capital: los derechos adquiridos son las facultades legales regularmente ejercidas y las expectativas aquellas facultades no ejercidas en el momento del cambio de legislación."¹³⁷

[...]Bonnetcase considera que la noción clásica del derecho adquirido debe sustituirse por la de "situación jurídica concreta" y a su turno, la noción de expectativa debe ceder el puesto a la de "situación jurídica abstracta"; la primera, es derecho adquirido y la segunda, es expectativa. "Por la noción de situación jurídica abstracta entendemos la manera de ser eventual o teórica de cada uno, respecto de una ley determinada"; y la situación jurídica concreta, "es la manera de ser de una persona determinada, derivada de un acto jurídico o de un hecho jurídico que ha hecho actuar en su provecho o en su contra, las reglas de una institución jurídica, y el cual al mismo tiempo le ha conferido efectivamente las ventajas y las obligaciones inherentes al funcionamiento de esa institución", y sobre esta última señala que "constituyen el campo sobre el cual no puede tener efecto la nueva ley"¹³⁸

[...]Gabbia sostiene que "es adquirido todo derecho que entra inmediatamente a formar parte del patrimonio de quien lo ha adquirido, la consecuencia de un acto idóneo y susceptible de producirlo, en virtud de la ley del tiempo en que el hecho hubiere tenido lugar, aunque la ocasión de hacerlo valer no se presentase antes de la publicación de una ley nueva relativa al mismo, y por los términos de la ley bajo cuyo imperio se llevará a cabo".

¹³⁶ Soto Álvarez. *Prontuario de Introducción al Estudio de Derecho y Nociones del Derecho Civil*. Mexico DF: ed. Limusa, 2005. pp. 58-64.

¹³⁷ Luis Claro Solar. *Explicaciones de Derecho Civil Chileno Comparado*. Tomo I. Chile: Jurídica de Chile. pp 64. Citado en Corte Constitucional. DERECHOS ADQUIRIDOS-Contenido/LEY-Aplicación en el tiempo/PRINCIPIO DE IRRETROACTIVIDAD DE LA LEY-Excepción/PRINCIPIO DE FAVORABILIDAD PENAL. Sentencia No. C-168/95. Santafé de Bogotá, D.C., abril veinte (20) de mil novecientos noventa y cinco (1995).

¹³⁸ José Luis Lacruz Berdejo. *Elementos de Derecho Civil*. Tomo I. Zaragoza: 1974. Citado en Corte Constitucional. DERECHOS ADQUIRIDOS-Contenido/LEY-Aplicación en el tiempo/PRINCIPIO DE IRRETROACTIVIDAD DE LA LEY-Excepción/PRINCIPIO DE FAVORABILIDAD PENAL. Sentencia No. C-168/95. Santafé de Bogotá, D.C., abril veinte (20) de mil novecientos noventa y cinco (1995).

[...] Fiore define el derecho adquirido como "el derecho perfecto, aquél que se debe tener por nacido por el ejercicio integralmente realizado o por haberse íntegramente verificado todas las circunstancias del acto idóneo, según la ley en vigor para atribuir dicho derecho, pero que no fue consumado enteramente antes de haber comenzado a entrar en vigor la ley nueva", y agrega, que "lo pasado, que queda fuera de la ley, es el derecho individualmente ya adquirido, en virtud de una disposición de la antigua ley antes vigente".¹³⁹

En cuanto a la jurisprudencia Ecuatoriana, vemos que existe un caso en lo que se discute específicamente los derechos adquiridos. Por lo que expresamente alude la corte de tercera instancia en ese entonces y dice:

La resolución del caso venido en grado se concreta a determinar cual disposición es aplicable al problema: la que regía al tiempo de la citación de la demandada, o la que entró en vigencia posteriormente pero antes de expedirse el fallo de primera instancia. Ni el Código Civil ni las aludidas reformas dan una regla aplicable al asunto por resolverse. Según la doctrina, "el derecho mismo" puesto en tela de juicio es mera expectativa mientras la sentencia no pase en autoridad de cosa juzgada; pero en los demás casos, las facultades ejercidas procesalmente bajo el imperio de la ley anterior constituyen derechos adquiridos y no pueden ser afectados por leyes posteriores, ya que se entiende "por meras expectativas las facultades que confieren un derecho, pero que aún no habían sido ejercidas en el momento en que sobreviene el cambio de legislación" (Baudry Lacantinerie y Haurques Forucade). Presentada la demanda por Modesta Ramón y citada con ella su marido bajo el imperio de la ley que le permitía pedir la disolución de la sociedad conyugal por exclusión de bienes, la derogación posterior de esta ley por otra que le privaba de tal derecho, yo no puede afectar a la acción deducida por la mujer. Se trata de un derecho adquirido en razón del oportuno ejercicio de la facultad legal, que se reducía a la actitud para proponer la acción.¹⁴⁰

Una vez vista las varias definiciones sobre los doctrinarios mas reconocidos podemos darnos cuenta que se tiene que distinguir los derechos adquiridos de las simples expectativas. Así, derecho adquirido es según el análisis de las varias definiciones de tratadistas doctrinarios es el derecho que ya se ha incorporado al patrimonio o la facultad que ya ha sido legalmente ejercida. Y las meras expectativas viene a ser lo contrario, es decir, el derecho que todavía no se incorpora en el patrimonio o la facultad que todavía no es ejercida. Por ello, considero que existe una

¹³⁹ Pasquale Fiore. De la Irretroactividad e Interpretación de las Leyes. Estudio Crítico y legislación Comparada. Madrid: 1991. Citado en Corte Constitucional. DERECHOS ADQUIRIDOS-Contenido/LEY-Aplicación en el tiempo/PRINCIPIO DE IRRETROACTIVIDAD DE LA LEY-Excepción/PRINCIPIO DE FAVORABILIDAD PENAL. Sentencia No. C-168/95. Santafé de Bogotá, D.C., abril veinte (20) de mil novecientos noventa y cinco (1995).

¹⁴⁰ Tribunal de Tercera Instancia. Gaceta Judicial. Año LXII. Serie IX. No. 10. Pág. 1009. 31 de marzo de 1960.

vulneración o afectación del derecho adquirido de las casas de valores nacionales que tienen dos cuotas de membresía. Es un hecho palpable que en el momento en que sea crea un verdadero mercado nacional en el cual todas las casas de valores pueden operar nivel nacional sin importar su cuota de membresía por la desmutualización realizada con la ley vigente, tienen un detrimento en su patrimonio.

5.4 Inscripción de todos los valores y mantener obligatoriedad toda la información.

De la otra mano se pretende la inscripción a nivel nacional y mantener de manera obligatoria la información de todos los valores que se negocian a diario en las bolsas de valores, de sus emisores y demás actores que por ley deban ser registrados en el Catastro Público de Mercado de Valores. Al respecto el Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores a propósito del Catastro Público de Mercado de Valores indica lo siguiente:

Art. 18.- Del alcance y contenido.- Créase dentro de la Superintendencia de Compañías 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.

La inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores, constituye requisito previo para participar en los mercados bursátil y extrabursátil.

En el Catastro Público del Mercado de Valores deberán inscribirse:

1. Los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores;
2. Las bolsas de valores y sus reglamentos de operación;
3. Las casas de valores y sus reglamentos de operación;
4. Los operadores de las casas de valores;
5. Los operadores que actúen a nombre de los inversionistas institucionales;
6. Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y, sus reglamentos internos y de operación;
7. Los fondos de inversión, sus reglamentos internos y contratos de incorporación;
8. Las cuotas emitidas por los fondos de inversión colectivos;
9. Los valores producto del proceso de titularización;
10. Las administradoras de fondos de inversión y fideicomisos y sus reglamentos de operación;
11. Los contratos de fideicomiso mercantil y de encargos fiduciarios, de conformidad con las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V.;
12. Las calificadoras de riesgo, su comité de calificación, su reglamento interno y, procedimiento técnico de calificación;
13. Las compañías de auditoría externa que participen en el mercado de valores;
14. Los demás entes, valores o entidades que determine el C.N.V.

15. La Sociedad Provedora y Administradora del Sistema Único Bursátil; y, 16. Las entidades que cumplen funciones de banca de inversión.¹⁴¹

Antes de la reforma de la Ley de Mercado de Valores, las bolsas de valores tenían que realizar un registro en el Registro de Mercado de Valores (ahora Catastro Público de Mercado de Valores) para poder negociar tanto en el mercado bursátil como en el extrabursátil. Sin embargo, este registro lo realizaba cada bolsa de manera independiente una vez aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Si bien se han realizado convenios de reciprocidad entre las bolsa de Quito y la de Guayaquil, muchas de las veces entre ellas no se intercambiaban la información de los valores negociables inscritos o de los emisores que los emitían. Por lo mismo existía una información incompleta de los valores inscritos y registrados así como también de sus emisores y demás información que la ley determina que se debe registrar.

Con la reglamentación secundaria lo que se pretende es que se regularice este hecho y se lo haga imperativo. Es decir, que ya no exista esa falta de información y que todo valor, emisor operador de bolsa y demás información que por ley se tiene que inscribir en el Catastro Público del Mercado de Valores este interconectado a su vez con las bolsas de valores. Entonces, todo lo que se apruebe en Quito o Guayaquil por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros y que se inscriban en una bolsa se entienden inscritos en otra bolsa. Y la junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera en la normativa secundaria que tiene que crear lo debe manifestar claramente que debe ser de manera obligatoria la inscripción de los valores en todas las bolsas ecuatorianas

De aquí se parte para poner en perspectiva dos opciones.

5.4.1 Dos bolsas interconectadas realmente y desmutualizadas.

La primera opción implica que se establezca las dos bolsas interconectadas realmente, ya una vez desmutualizadas. Por lo que existen varios contingentes que

¹⁴¹ Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores. op. cit. artículo 18.

hay que analizar. Uno de ellos es el tema de la autorregulación y normas internas. Lo que se debe realizar para poder corregir aquello es una verdadera homologación de las normas de autorregulación entre ambas bolsas. Si bien es cierto que se han firmado convenios de reciprocidad entre ambas bolsas no hay una homogeneidad en cuanto a la autorregulación de ambas bolsas y por lo mismo varían entre unas y otras, es decir, las normas de autorregulación no se aplican exactamente en Quito como en Guayaquil. Esto, genera inseguridad jurídica y a la hora de negociar valores. Entendiendo a la autorregulación como, se dejó claro dentro del análisis del gobierno corporativo en el capítulo anterior, dejar que las decisiones, del mercado de valores en este caso, en manos de las personas o entidades que mayor conocimiento tienen sobre las funciones, forma de operar y desarrollarse dentro de ese ámbito identificando cuales son las falencias, fortalezas y debilidades y dentro de la minuciosidad de la regla poder reglamentar poner las decisiones. Por ello, si no se logra tener una homologación o una homogenización completa entre ambas bolsas se crea un grave problema jurídico.

Observando mas de cerca y remitiéndonos al capítulo tercero de este documento, vemos el caso de España. Allí permanecieron las cuatro bolsas de valores y están interconectadas de manera total (bolsas de Barcelona, Madrid, Bilbao y Valencia) y la manera en la que se establece esta igualdad es que dentro de algunos otros mercados se tiene una holding conocida como Bolsas y Mercados Españoles Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S.A.¹⁴². Esta holding o sociedad tenedora de acciones se encarga de regularizar incluso los procesos y normas para que exista una equidad entre todos los mercados bursátiles que en cuestión nos interesan. Esto viene a ser, en nuestro caso, la coexistencia de las dos bolsas de valores, tanto en Quito como en Guayaquil, creando o contratando a una empresa que se encargue de proveer y realizar todos los procesos y operaciones para el normal desenvolvimiento del mercado de valores.

¹⁴² Empresa que administra y opera todos los mercados de valores y sistemas financieros en España.

5.4.2 Existencia de una sola bolsa de valores.

La segunda opción se podría tomar como referencia el caso Colombiano. Es decir realizar lo que ellos hicieron y lo consiguieron en el 2002 el cual fue la transformación de las corporaciones civiles sin fines de lucro al pasar a ser sociedades anónimas pero creando una sola bolsa. En el caso colombiano, como se indico en el capítulo anterior lo que sucedió fue que la Bolsa de Valores de Colombia como actualmente la conocemos fue creada como una entidad nueva ya desmutualizada, es decir, como una compañía anónima que sus mismas acciones entraron a negociarse en bolsa en oferta pública. Cabe recalcar que no existió una fusión entre las tres bolsas de valores que existían anteriormente a la creación de ésta última, sino que las bolsas entraron en un proceso de liquidación, sin embargo ese proceso se comenzó una vez que la Bolsa de Valores de Colombia dio comienzo a sus operaciones.¹⁴³

En el Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley Mercado Valores, Título X, capítulo 1 desde el artículo 44 al 51 se establece todo lo que respecta a las bolsas de valores en el Ecuador. El artículo 44 indica la naturaleza de la bolsa de valores como la ley la concibe actualmente, y es como una sociedad anónima.

Así mismo, para la constitución, capital mínimo y autorización de funcionamiento que se indica en el artículo 45 establece que la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera será la que fije dichos requisitos.

Más adelante en el Título XXIV, Disposiciones Generales expresamente se indica que toda actividad o servicio que se brinde tiene que ser autorizado por la misma ley o lo que dicte la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Finalmente en las Disposiciones Transitorias ubicadas en el Título XXV, se contempla todo lo referente a la autoridad de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, como se debe acatar las disposiciones que se emane de ellos y mas aún, los plazos establecidos para la realización del cambio de figura jurídica de las bolsas de valores que expresamente indican:

¹⁴³ Entrevista a Mónica Vergara. De 25 de Abril de 2015

PRIMERA.- La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se integrará dentro de los treinta días siguientes a la publicación de esta Ley en el Registro Oficial. Las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores y sus reformas serán de aplicación obligatoria por los participantes del Mercado de Valores, en lo que no se oponga a esta Ley.

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 Política y Regulación Monetaria y Financiera emitirá la resolución necesaria que viabilice esa transición en el plazo de noventa días contados a partir de la expedición de la resolución indicada. La autorización de funcionamiento a las sociedades anónimas Bolsas de Valores se otorgará por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros sólo en el caso de que se verifique que cumplen con todos los requisitos establecidos en esta ley y sus normas complementarias, y de manera especial que previamente al inicio de sus operaciones cuenten con un sistema único que integre transaccionalmente a todas las bolsas de valores, los intermediarios de valores y la autoridad de control.

Los límites para la participación accionarial contemplados en esta Ley para las bolsas de valores, no se aplicarán hasta que estas se hayan constituido como sociedades anónimas. 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.

Y la disposición transitoria cuarta indica que “Se autoriza la transformación de las bolsas de valores actualmente existentes en el país de corporaciones civiles a sociedades anónimas [...]”

Con esto vemos que la ley vigente en sus disposiciones generales y transitorias vemos que debe realizarse el cambio, así mismo La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera tiene que expedir el reglamento en el cual indique como se va a realizar todo el proceso y poner en funcionamiento todo el aparataje del mercado de valores para que junto con la ley vigente comience a operar de manera óptima. Sin embargo ya ha pasado mas de un año de lo que se expidió la ley y todavía la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera no se ha pronunciado al respecto. Y, de acuerdo con la ley no se indica como va a realizarse la mutación a la que nos referimos.

Ahora bien, lo que se puede realizar al respecto es tomar como referencia el caso colombiano en cuanto y tanto se disuelvan las bolsas de valores pero con una variante, que no se liquide, y partiendo de eso realizar la transmutación a una sociedad anónima. Esto se lo realizaría primero con la disolución de las dos bolsas de valores. Esta disolución se la podría llamar forzosa puesto que como la misma ley lo indica en

la disposición transitoria tercera, una vez que la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera emita la resolución que viabilice esa transición las bolsas de valores tiene un plazo de noventa días contados a partir de la expedición de dicha resolución para realizar la transformación, caso contrario se creará una bolsa pública. Por lo mismo, la ley obliga a que se realice la transformación.

Hay que tener presente que las transformaciones solo se pueden realizar entre especies societarias. Es decir, entre especies de compañías de comercio comprendidas en el artículo 2 de la Ley de Compañías¹⁴⁴ En este caso la transmutación que se pretende hacer es de una corporación civil sin fines de lucro, que no es una especie societaria regular contemplada en el artículo mencionado anteriormente, a una sociedad anónima que sí la es. Cabe recalcar que la ley reconoce que ambas son personas jurídicas sin embargo existe este inconveniente. En el libro de Puelma Accorsi hace una distinción dentro de las transformaciones de sociedades contempladas por el legislador y las que no lo están indicando lo siguiente al respecto:

Los italianos llaman transformación homogénea a aquella que se efectúa entre tipos sociales, contemplados en forma expresa por el legislador. La heterogénea sería aquella no reglamentada en forma especial, por ejemplo la que pudiera celebrarse entre una sociedad ordinaria (Limitada o anónima) con una cooperativa o viceversa o de sociedades especiales en sociedades ordinarias o de un consorcio societario que cuenta con personalidad jurídica en una o varias sociedades.¹⁴⁵

Ahora bien, en el régimen de transformación irregular o heterogénea que se pretende instaurar, lo que sería óptimo efectuar, como ya se introdujo anteriormente es, que se disuelva de manera forzosa pero sin liquidar a la corporación civil, entonces una vez realizado esto, que se transfiera su patrimonio a la nueva especie societaria que va a seguir operando, es decir, a la sociedad anónima como se realizó en Colombia. Teniendo en cuenta no contravenir con las leyes establecidas en el régimen ecuatoriano. En la legislación nacional encontramos que ya se ha realizado esto de manera similar. En la Ley Orgánica de Empresas Públicas se expone la posibilidad de

¹⁴⁴ Ley de Compañías. Registró Oficial 312 de 13 de Abril de 2015.

¹⁴⁵ Alvaro Puelma Accorsi. Sociedades Tomo I. Sociedad Colectiva Sociedad Comandita Sociedades de Responsabilidad Limitada. Santiago de Chile : Editorial Jurídica de Chile, 2001. pp 203-204.

un régimen transitorio de sociedades anónimas a empresas públicas. Estas se indican en la disposición transitoria segunda. Indica expresamente lo siguiente:

Por disposición de esta Ley, las sociedades anónimas en las que el Estado, a través de sus entidades y organismos sea accionista único, una vez que la Presidenta o Presidente de la República o la máxima autoridad del gobierno autónomo descentralizado, según sea el caso, en un plazo no mayor a noventa días contados a partir de la expedición de esta Ley, emita el decreto ejecutivo, la norma regional u ordenanza de creación de la o las nuevas empresas públicas, se disolverán de manera forzosa, sin liquidarse, y transferirán su patrimonio a la o las nuevas empresas públicas que se creen. El proceso de disolución forzosa sin liquidación de dichas sociedades anónimas conlleva su extinción legal; y en consecuencia las empresas públicas que se crean, subrogan en los derechos y obligaciones de las sociedades extinguidas.¹⁴⁶

Visto esto, se podría implementar de manera análoga tomando en cuenta el caso concreto y la situación actual de las bolsas de valores para poder realizar dicho cambio. Esto se ve como una forma bastante viable de lograr la transformación querida.

Para dicho proceso se deberá atenerse a lo que respecta a la Ley de Compañías SECCIÓN XII, 2. DE LA DISOLUCIÓN lograr de esa manera la transmutación a la nueva entidad, como se realizó en Colombia cuando se integraron las tres bolsas que hasta antes del 2001 existían.

Como consecuencia de todo lo dicho anteriormente, vemos que se presentan algunos desafíos que se tienen que reglamentar de manera clara y oportuna para que se desarrolle de la mejor manera el mercado de valores ecuatoriano.

Esto es resolver el interrogante sobre el futuro de las bolsas de valores, tanto la de Quito como la de Guayaquil. En el capítulo tercero expusimos a la legislación comparada escogida estratégicamente por tener diferentes modelos y haberse desarrollado del mercado de valores apegándonos de manera general a la realidad nacional.

Por lo mismo, como resolverá la Junta de Política y regulación Monetaria y Financiera sobre el futuro de las bolsas, será que quiere fusionarlas y formar una

¹⁴⁶ Ley Orgánica De Empresas Públicas. Registro Oficial Suplemento 48.de 7 de Julio de 2015.

tercera, o a su vez que la una bolsa de valores absorba a la otra, incluso como tercera opción, que subsistan las dos bolsas de valores como las conocemos y como evidenciamos en el capítulo tercero con la legislación española que mantienen a las cuatro bolsas de valores pero con un sistema único de interconexión bursátil.

6. Conclusiones

Con la nueva Ley Orgánica De Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil vemos que se realizan varios cambios al mercado de valores. Por lo mismo, en el Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores en el cual esta contenido actualmente la norma, exterioriza la transformación que se pretende al mercado de valores, entre ellos, los que son materia de estudio en esta tesina, las bolsas de valores en el Ecuador.

Analizando países que fueron escogidos previamente por su perfil, tanto en la forma en la que se fueron desarrollando el mercado de valores, además de su realidad nacional y legislación comparable, encontramos varias formas en las que se evidencia la viabilidad de realizar el cambio de una corporación civil sin fines de lucro a una sociedad anónima.

Con especial atención se profundizó el estudio en Chile por tener un sistema sui generis en el cual existen en la actualidad bolsas de valores que son todavía sociedades mutuales o corporaciones civiles sin fines de lucro así como también sociedades ya desmutualizadas como lo que se pretende instaurar en el Ecuador. Colombia que pasó, de tener tres bolsas de valores (Bogotá, Medellín y Occidente) que eran igualmente corporaciones civiles sin fines de lucro, a tener una sola bolsa a nivel nacional llamada Bolsa de Valores de Colombia. Y finalmente terminamos el análisis de la legislación comparada en este aspecto con España. En este caso todavía permanecen las cuatro bolsas de valores (Madrid, Bilbao, Valencia y Barcelona) ya desmutualizadas, sin embargo, una Bolsas y Mercados Españoles maneja la interconexiones, operaciones y demás sistemas complementarios para que tengan las mismas condiciones de funcionamiento y manejo las cuatro bolsas.

Sin embargo, la realidad nacional presenta varios desafíos para que este acorde a la ley en mención y se pueda operar a la perfección en el mercado de valores ecuatoriano.

En el capítulo cuarto con el análisis relacionado a los beneficios y ventajas que existen dentro de la Ley de Mercado de Valores vigente, y con su intensión del cambio de figura jurídica abrimos una gama de prerrogativas positivas al respecto. Entendemos y demostramos que para los actores del mercado de valores hay evidentemente ventajas.

Para las bolsas encontramos ventajas societarias entendida así desde la perspectiva en la que se convierte en una sociedad con fines de lucro y por lo mismo entre otras cosas persiguen el capital, es decir, son sociedades en las que más que las personas importa el capital y el desarrollo económico del mismo. Así, una de las ventajas más evidentes es que ahora, como sociedad anónima con sus nuevos accionistas, se puede efectuar actos societarios imposibles anteriormente como por ejemplo realizar un aumento de capital con el cual la bolsa se pueda desarrollar económicamente con la participación de los accionistas de la bolsa o nuevos que quieran incorporarse.

Así mismo, las acciones de la bolsa se cotizan en la misma bolsa por el efecto de la desmutualización, es decir, pasar a una sociedad anónima. Genera una apertura para la integración de las bolsas con otros países como se lo ha demostrado en esta tesina, con ejemplos claros como el de MILA que lo integran Colombia, Perú, Chile y México que entro años después a conformar el Mercado Integrado Latinoamericano. Y haciendo un análisis de la ley con respecto al gobierno corporativo también existen grandes avances para un desarrollo oportuno y veraz.

Para Los Inversionistas a su vez encontramos la posibilidad de nuevos accionistas puesto que se pretende atraer mas inversión para el mercado de valores, pero no sólo eso, la libre apertura, de la bolsa de valores al cambiar su figura jurídica, para otros interesados para que puedan ser parte y ser propietarios de las bolsas es otro gran

beneficio que se puede observar claramente. De la otra mano seguridad y Transparencia. Aquí nos referimos a que con el nuevo régimen los inversionistas que compran acciones de las bolsas, van a presenciar de mejor manera, mayor imparcialidad y transparencia, así mismo la liquidez está materializada en el evento de que en cualquier momento que el inversionista se vea en la necesidad, se pueda vender esa acción de la bolsa.

Para los inversores un mayor oportunidad de financiamiento en el Mercado de Valores nacional puesto que ahora ellos tendrán mas opciones de valores a emitir y mas operaciones bursátiles en las que puede participar para financiarse. Y en el mercado internacional, obteniendo una gama de oportunidades para adquirir ese financiamiento que tanto necesitan con más facilidad y definitivamente a menor costo, optimizando su estructura financiera puesto que hay mucha mas oferta y demanda. Por último, el emisor a la vez accionista de la bolsa.

Las ventajas para las casas de valores vienen primero las utilidades para las casas de valores que siguen siendo accionistas y también la posibilidad en caso de que así lo necesiten, convertirse en banca de inversión.

Por último, mostramos, una vez que ya hemos desarrollado, identificado, y estudiando las reformas dentro de los parámetros que nos hemos propuesto ilustrar en este trabajo, y dadas las circunstancias actuales en las que ya se ha cumplido más de un año desde que la Ley Orgánica de Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil indica las reformas a la Ley de Mercado de Valores y no se ha pronunciado nada al respecto sobre una reglamentación específica.

Atendiendo además al límite temporal que se encuentra establecido en la ley para la desmutualización de la bolsa, que en el acaso de no lograrse dicha desmutualización se creará una bolsa pública, vemos la necesidad de mostrar en base a los estudios realizados hasta el momento, los posibles escenarios que debería adoptar la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera para que se logre viabilizar de manera optima y efectiva, resolviendo los inconvenientes propuestos en esta tesina como por ejemplo la vulneración de los derechos adquiridos de las casas de valores que han venido operando a nivel nacional por tener sus cuotas de membresía tanto en la bolsa de valores de Quito como en la de Guayaquil. En el

capítulo tercero expusimos a la legislación comparada escogida estratégicamente por tener diferentes modelos y haberse desarrollado del mercado de valores apegándonos de manera general a la realidad nacional.

Por lo mismo, una de las propuestas es que se logre concretar de manera efectiva un sistema único de interconexión bursátil a nivel nacional. Lo óptimo sería que se logre sistematizar de manera tal que incluso sea un tercero imparcial el que brinde todo este servicio, es decir, que tenga un sistema apto para poder realizar cualquier negociación y brindar todo el acceso a los mercados de valores así como también a sus inversores, sus intermediarios y sus emisores como es el caso de España previamente analizado en el capítulo tercero.

Posteriormente vemos otro desafío el cual es que, frente a la realidad de la existencia de una bolsa de valores tanto Quito como en Guayaquil y la necesidad de unificar el mercado se debe establecer si es necesario que sigan subsistiendo las dos bolsas o solo una de ellas. Entonces, de aquí existe una bifurcación en la cual una es que se establezca las dos bolsas interconectadas realmente, ya una vez desmutualizadas, una verdadera homologación de las normas de autorregulación entre ambas bolsas y se podría adaptar con pequeñas variaciones a la realidad nacional el sistema que existe en España actualmente, incluso se podría incluir en un futuro mas mercados financieros y no solo bursátiles.

La segunda opción viene más apegado al caso colombiano. Es decir, la transformación de las corporaciones civiles sin fines de lucro al pasar a ser sociedades anónimas pero creando una sola bolsa. Sin embargo se propone una variante algo novedosa, lo que se pretende es que se disuelvan las bolsas de valores pero que no se liquide, y partiendo de eso realizar la transmutación a una sociedad anónima. Esto se lo consigue disolviendo de manera forzosa pero sin liquidar a la corporación civil, entonces una vez realizado esto, que se transfiera su patrimonio a la nueva especie societaria que va a seguir operando, es decir, a la sociedad anónima.

Estamos claros que existen algunos desafíos y contingencias que se tienen que resolver y superar. Así mismo, es evidente los beneficios y ventajas que proporciona la ley vigente y de la misma manera es crucial realizar de manera correcta oportuna y

transparente los cambios ya antes mencionados. Vemos que es innegable que esto es bastante complejo y por ello a pesar de que ya ha transcurrido mas de una año desde la promulgación de la Ley de Mercado de Valores contenida en el Código Orgánico Monetario Y financiero en su libro II. Ahora, tendremos que ver si la Junta de Política y regulación Monetaria y Financiera va a formalizar con alguna de las opciones ya antes descritas y resolver el futuro de las bolsas.

Bibliografía

- Abella Abondano, German Darío y Guillermo Quiroga Barreto. Sistemas de Negociación y de Registro de Valores y de Compensación y Liquidación de Valores. Revista de Derecho Privado. edición número 39.
- Alessandri Rodríguez, Arturo y Manuel Somarriva Undurraga. Tratado de Derecho Civil: Partes Preliminar y General, Volumen 1. Santiago de Chile: Editorial Jurídica de Chile, 2005.
- Alonso Espinosa, Francisco J. “Fusión y Escisión de Sociedades”. Anales de Derecho. Numero 17 (1999).
<http://revistas.um.es/index.php/analesderecho/article/view/81101/78271>(acceso: 21/03/2015)
- Álvarez, Soto. Prontuario de Introducción al Estudio de Derecho y Nociones del Derecho Civil. Mexico DF: ed. Limusa, 2005.
- Baena Tovar, Nuria. Proceso de consolidación de los mercados de valores internacionales. Boletín de la Comisión Nacional De Mercado de Valores,2007.
- Banco de Desarrollo de América Latina. Gobierno Corporativo en América Latina. Importancia para las empresas de propiedad estatal. Corporacion andina de Fomento. 2012.
- Banco Interamericano de Desarrollo. México se incorpora al Mercado Integrado Latinoamericano MILA. <http://www.iadb.org/es/temas/comercio/mexico-se-incorpora-al-mercado-integrado-latinoamericano-mila,9540.html> (acceso: 18/10/2014).
- Bolsa de Barcelona. Historia de la Bolsa de Barcelona.
 <<http://www.borsabcn.es/htm/esp/BBarna/Historia/historia.aspx>> (acceso: 25/11/2014).
- Bolsa de Bilbao. Historia de la Bolsa de Bilbao.
 <<http://www.bolsabilbao.es/esp/BBilbao/Historia/Historia.aspx>> (acceso: 25/11/2014).
- Bolsa de Comercio de Santiago.
<http://www.bolsadesantiago.com/displayPages/Bolsa%20de%20Comercio/dispbolsacomercio.aspx?ID=46>. (acceso:24/10/2014)
- Bolsa de Corredores, Bolsa de Valores Valparaiso. <http://www.bovalpo.com/base.php> (acceso:24/10/2014)
- Bolsa de Productos. <http://www.bolsadeproductos.cl/servlet/ListarDocumentoAction>. (acceso:24/10/2014)
- Bolsa de valencia. Historia de la Bolsa de Valencia.
 <<http://www.bolsavalencia.es/esp/BValencia/Historia/HistoriaBolsa.aspx>> (acceso: 25/11/2014).
- Bolsa de Valores de Colombia. Investigaciones Económicas. Óp. Cit.
<http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/IE?action=dummy>.
- Bolsa de valores de Colombia. Reseña Histórica.
<http://bolsadevaloresdecolombia.blogspot.com/2009/09/historia-de-la-bvc.html> (acceso: 20/11/2014)

- Bolsa de Valores de Lima. Educación Bursátil. ¿Qué es la bolsa y que es la Bolsa de Valores de Lima? <http://www.bvl.com.pe/eduayuda.html>. (acceso: 20/08/2014).
- Bolsa de Valores de Madrid. Historia de la Bolsa de Madrid. <<http://www.bolsamadrid.es/esp/BMadrid/BMadrid.aspx>> (acceso: 25/11/2014).
- Bolsa de Valores de Quito. (acceso: 13/08/2014).
- Bolsa de Valores. Diccionario Bursátil. Imprenta Don Bosco. Quito Ecuador: Bolsa de Valores de Quito., 2010.
- Bolsa electrónica de Chile. http://www.bolchile.cl/QuienesSomos?menu=BEC_QUIENES. (acceso:24/10/2014)
- Bolsas y Mercados Españoles. Estructura y Organización del Mercado de Valores Español. <https://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2010/IM_visualizarPagina.aspx?codigo=I_1> (acceso: 26/11/2014)
- Bolsas y Mercados. Las Bolsas de Valores se transforman: de la desmutualización a la cotización. < http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2006/07/012-019%20Cover%2001_155.pdf> (acceso: 25/11/2014).
- Caballero Argáez, Carlos. Una institución del siglo XX. La bolsa de Bogotá. <http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/revistas/credencial/junio2002/labolsa.htm> (acceso: 20/11/2014)
- Cabanellas de Torres, Guillermo. Diccionario de Ciencias Jurídicas. 2da, ed. Buenos Aires: Heliasta, 2012.
- Cabello, Alejandra. Globalización y Liberación Financieras y la Bolsa Mexicana de Valores. México: Editorial Plaza y Valdez, 1999.
- Cevallos, Sandra. Entrevista personal (16/03/2015)
- Citigroup. ABC de los Inversionistas, Educación Financiera para todos. pp 5. <https://www.citibank.com.co/resources/pdf/Cartilla_ABC_Mercado_Valores.pdf> (acceso: 27/03/2015)
- Citigroup. Glosario del Inversionista. < https://www.citibank.com.co/colombia/common/pdf/EduFinan_GlosarioInver.pdf> (acceso: 27/03/2015)
- Código Civil Ecuatoriano .Registro Oficial Suplemento 46 de 7 de Julio de 2015.
- Código Civil Ecuatoriano. Registro Oficial Suplemento 46 de 24 de junio de 2005.
- Código de Comercio preparado por la corte suprema de justicia entre 1873 y 1875. Registro auténtico. 1de mayo de 1882.
- Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores. Registro Oficial Suplemento 215 de 12 de septiembre del 2014
- Corporaciones de derecho público. Diccionario Jurídico Espasa. Madrid: Espasa Calpe S.A., 2001.
- Registro Oficial No. 869 de 14 de julio de 1955Decreto Ley de emergencia..

- Doctrina y Conceptos. Banca de Inversión. Corporaciones Financieras.
<https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Normativa/doctrinas2005/bancainver008.htm> (acceso: 28/03/2014)
- Entrevista a Mónica Vergara. De 25 de Abril de 2015
- Euronext. <https://www.euronext.com/en/about-euronext>
- Federación Iberoamericana de Bolsas. Miembros. <http://www.fiabnet.org/es/index.asp> (acceso: 24/11/2014)
- Galetovic, Alexander. Desmutualización y Fusión de Bolsas.
http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/merc_valores/desarrollo_bursatil.pdf (acceso: 15/08/2014)
- Godoy, Natalia. “Bolsa de Productos destaca ventajas de desmutualización”. Diario La Tercera. 12 de abril del 2014.
- Sandoval López, Ricardo. Derecho Comercial. Tomo I. Volumen 2. Santiago de Chile: Editorial jurídica de Chile, 1983.
- Glosario de Términos Bursátiles y Financieros. <http://www.secconsult.net/articulos/glosario.pdf> (acceso: 20/08/2014.) González Pueyo, Javier. Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado. <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MonografiaN39web.pdf> (acceso: 19/10/2014).
- Instituto Ecuatoriano de Gobernanza Corporativa.
http://www.iegcecuador.gov.ec/index.php?option=com_content&view=article&id=77&Itemid=147 (acceso 14/03/2015)
- Intendencia de Mercado de Valores, Departamento de Investigación y desarrollo. Guía Estudiantil de Mercado de Valores. pp. 35. <
<http://181.198.3.74/wps/wcm/connect/0f461ee8-17c8-455a-94b7-3c3e700f51e0/20110811134028.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=0f461ee8-17c8-455a-94b7-3c3e700f51e0>> (acceso: 21/03/2015)
- Ley 111. Registro Oficial No. 144 de 26 de marzo de 1969.
- Ley 510 de 1999. Diario Oficial 43654 de agosto 4 de 1999.
- Ley de Compañías. Art. 143. Registro Oficial No. 312 de 31 de mayo de 2010.
- Ley de Compañías. Registró Oficial 312 de 13 de Abril de 2015.
- Ley de Compañías. Registro Oficial No. 181 del 15 de febrero de 1964.
- Ley de Compañías. Registro Oficial No. 312 de 5 de noviembre de 1999.
- Ley de la Bolsa Pública de Valores Bicentenario. Gaceta Oficial 5.999 extraordinaria de 13 de noviembre de 2010.
- Ley de Mercado de Valores Boletín Oficial No. 181 de 29 de julio de 1988.
- Ley de Mercado de Valores. Artículo 44. Registro oficial 367 de 22 de febrero del 2006.
- Ley de Mercado de Valores. Ley 18.045 de 22 de Octubre de 1981.
- Ley de Mercado de Valores. Registro Oficial suplemento 215. op. cit.
- Ley de Mercado de Valores. Registro Oficial Suplemento No. 199 de 28 de mayo de 1993.

- Ley de Sociedades Anónimas. Ley 18.046 de 22 de Diciembre de 1999.
- Ley General de Mercado de Valores, ley 964 de 8 de Julio del 2005.
- Ley Orgánica De Empresas Públicas. Registro Oficial Suplemento 48.de 7 de Julio de 2015.
- Ley Orgánica de Fortalecimiento del Sector Societario y Bursátil. Registro Oficial Suplemento 249 de 20 de mayo de 2014.
- Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo.
<http://www.caf.com/media/3266/linea6abril100dpi.pdf> (acceso 20/02/2015)
- Manual de Ética y Conducta de la Bolsa de Valores de Colombia.
http://www.bvc.com.co/gobierno/homeFiles/Manual_Etica_y_Conducta.pdf (acceso: 25/11/2014).
- Medina Pabón, Juan Enrique. Derecho Civil: Aproximación al Derecho de Personas. 2da. ed. Bogotá: Universidad del Rosario, 2010.
- Mercado Integrado Latinoamericano. <http://www.mercadomila.com/> (acceso: 18/10/2014).
- NYSE. NYSE Group and Euronext Announce Merger.
<http://www1.nyse.com/about/publication/1145959806931.html> (acceso: 20/10/2014).
- Portal de Educación Financiera. Bolsas de Valores. Superintendencia de Valores y seguros. <http://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-969.html> (acceso: 15/08/2014)
- Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE.
<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf> (acceso: 14/03/2015)
- Puelma Accorsi,Alvaro. Sociedades Tomo I. Sociedad Colectiva Sociedad Comandita Sociedades de Responsabilidad Limitada. Santiago de Chile : Editorial Jurídica de Chile, 2001.
- Puelma Accorsi,Alvaro. Sociedades. Tomo II. La Sociedad Anónima. Santiago de Chile: Editorial jurídica de Chile. 2001.
- Revista de Derecho de Mercado Financiero. ¿Qué es la desmutualización de las Bolsas.(2006).
- Revista de Derecho de Mercado Financiero. ¿Qué es la desmutualización de las Bolsas?. (2006). Rodríguez Bravo, Vivianne. Desmutualización de la Bolsa de Valores de Chile. Superintendencia de Valores y Seguros. < <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/12/VivianneRodriguez1.pdf>> (acceso: 24/10/2014)
- Rodríguez Garavito, Cesar.
<https://www.princeton.edu/cmd/workingpapers/idlaconferencepapers/wp1003b.pdf> (acceso: 24/11/2014)
- Rodríguez Garavito, Cesar. De club de caballeros a foro electrónico de negociación: Un análisis institucional de la Bolsa de Valores de Colombia.
<http://www.unalmed.edu.co/~ndgiral/Archivos%20Lectura/Archivos%20curso%20P ortafolios/del-club-caballeros.pdf> (acceso: 28/09/2014)

Shamshad Akhtar. Demutualization of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Case Studies. Asian Development Bank: Manila, Philippines 2002.

Superintendencia de Compañías Valores y Seguros. Partícipes del Mercado de Valores. <
<http://www.supercias.gob.ec/portalinformacion/portal/consulta.php?param=bolsas.jsp>
> (acceso: 18/03/2015) Resolución No CNV-007-2011. Del Consejo Nacional De
Valores.

Superintendencia de Compañías. Mercado de Valores.
<http://www.supercias.gob.ec/portal/> (acceso: 18/03/2015)

Superintendencia Financiera de Colombia. Doctrina y Conceptos 2005. Banca de
inversión. Corporaciones Financieras.

Tribunal de Tercera Instancia. Gaceta Judicial. Año LXII. Serie IX. No. 10. Pág. 1009. 31
de marzo de 1960.

World Federation of Exchange. Members. <http://www.world-exchanges.org> (acceso:
24/11/2014)