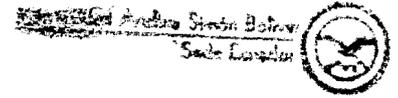


T-0763

Universidad Andina Simón Bolívar

Sede Ecuador



Área de Derecho

Programa de Maestría en Derecho Mención en Derecho

Financiero, Bursátil y de Seguros

**La determinación de los activos esenciales en el proceso de emisión de
obligaciones**

Paulina Tatiana Chérrez Córdova

2009

Al presentar esta tesis como uno de los requisitos previos para la obtención del grado de magíster de la Universidad Andina Simón Bolívar, autorizo al centro de información o a la biblioteca de la universidad para que haga de esta tesis un documento disponible para su lectura según las normas de la universidad.

Estoy de acuerdo en que se realice cualquier copia de esta tesis dentro de las regulaciones de la universidad, siempre y cuando esta reproducción no suponga una ganancia económica potencial.

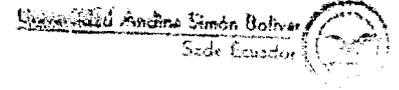
Sin perjuicio de ejercer mi derecho de autor, autorizo a la Universidad Andina Simón Bolívar la publicación de esta tesis, o de parte de ella, por una sola vez dentro de los treinta meses después de su aprobación.


Paulina Tatiana Chérrez Górdova

27 de octubre de 2009

Universidad Andina Simón Bolívar

Sede Ecuador



Área de Derecho

Programa de Maestría en Derecho Mención Derecho

Financiero, Bursátil y de Seguros

**La determinación de los activos esenciales en el proceso de emisión de
obligaciones**

Paulina Tatiana Chérrez Córdova

2009

Tutor: Doctor Juan Isaac Lovato

Quito - Ecuador

RESUMEN

Nuestra legislación regula a la emisión de obligaciones en la Ley de Mercado de Valores, en su Reglamento y en la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores; esto con el objetivo de promover un mercado organizado, eficaz y transparente; difundiendo al público una información adecuada de la situación financiera del emisor.

Al momento de una emisión de obligaciones, ésta debe estar garantizada por una garantía general, la cual consiste en la totalidad de los activos no gravados del emisor y además podrá contar con garantía específica.

Estas normas y otras han derivado problemas en el mercado de valores, ya que la norma no es clara y es subjetiva con la cual el emisor no tiene un mercado ágil ni eficiente.

Lo expresado anteriormente ha sido contemplado en tres capítulos:

El primer capítulo se ha titulado "OBLIGACIONES", en el cual se brinda un análisis del marco legal, en qué consiste y el proceso de la emisión de obligaciones.

El segundo capítulo se ha titulado "RESGUARDOS", en el cual después de tener un conocimiento claro de todo lo relacionado a obligaciones, se analiza esta norma que limita el desarrollo de un mercado ágil, eficiente y veraz.

Finalmente, el capítulo tercero se ha titulado "CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES" en el cual se brindará conclusiones que permitan entender la aplicación de la norma y brindar una reforma o la propuesta a la derogación a la misma, si esta lo amerita, después de todo el análisis realizado.

DEDICATORIA

A mis padres Galo y María del Carmen por ser los pilares de mi desarrollo personal y profesional, a mi hermana por mi apoyo incondicional; y, a mi esposo por ser mi soporte de todos los días.

ÍNDICE O TABLA DE CONTENIDO:

INTRODUCCIÓN.....	8
CAPITULO I.- Obligaciones	
1. Definiciones	13
2. Obligaciones a largo plazo	17
2.1. Emisores de obligaciones	18
2.2. Disposiciones generales	18
2.2.1. Fecha de la emisión	18
2.2.2. Destino de la emisión	18
2.3. Garantías	19
2.3.1. Garantía general	19
2.3.2. Garantía específica	20
2.4. Emisión de obligaciones	21
2.4.1. Contrato de emisión de obligaciones	23
2.4.2. Resguardos	27
2.4.3. Representante de los obligacionistas el convenio de representación	28
2.4.4. Obligaciones del representante legal de los obligacionistas..	29
2.4.5. Asamblea de los obligacionistas	30
3. Calificadoras de Riesgo	31
CAPITULO II.- Resguardos.....	33
1. Activos esenciales	41
2. Reformas a la codificación de Resoluciones emitidas por el CNV.....	50

3. Medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas	51
CAPITULO III.- Conclusiones y recomendaciones.....	55
1. Conclusiones	55
2. Recomendaciones	57
BIBLIOGRAFÍA.....	60
ANEXOS.....	61
Anexo 1.- Características de la emisión de obligaciones.....	62
Anexo 2.- Minuta de emisión de obligaciones	69
Anexo 3.- Convenio de representación de los obligacionistas.....	76

INTRODUCCIÓN

La Ley de Mercado de Valores, a partir de 1998, estableció la posibilidad de emitir obligaciones a corto plazo y largo plazo, conforme lo señalado desde el artículo 160 hasta el artículo 175 de la mencionada ley; es decir, que dentro de este proceso de emisión para garantizar a los inversionistas por disposición de la ley, éste debe comprometer los activos que son la garantía general.

A partir de la vigencia de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Órgano Regulador del Mercado de Valores, publicada en el Registro Oficial Especial No. 001 de fecha 8 de marzo de 2007, este Consejo introdujo varios cambios para la emisión de obligaciones, entre esos cambios tenemos la inclusión de los **ACTIVOS ESENCIALES**. Esto significa que para que un emisor obtenga la respectiva autorización de la Superintendencia de Compañías, Órgano Controlador del Mercado de Valores, en la oferta pública de valores y en la emisión de obligaciones es necesario determinar dichos activos esenciales.

Si bien la intención del Consejo Nacional de Valores al incluir estas normas se sustenta en la intención de proteger al inversionista adquirente en la práctica la aplicación de estas disposiciones legales, trajeron consigo diversos problemas que van desde el ámbito conceptual, hasta la determinación de activos esenciales en cada caso práctico.

La intención en esta tesis no es desarrollar a profundidad el tema de emisión de obligaciones, pero este tema sí debe ser tratado en un principio para luego abordar el tema principal, dentro del cual analizaremos la problemática existente en el mercado de valores con el tema particular de activos esenciales.

LA DETERMINACIÓN DE LOS ACTIVOS ESENCIALES EN LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

CAPÍTULO I

En el presente capítulo analizaremos todo lo referente a las obligaciones, emisión de las mismas y la importancia que éstas tienen en el mercado; la calidad que pueden tener las calificadoras de riesgos en el mercado de valores ecuatoriano, tomando en cuenta los conceptos generales, procedimientos y temas relacionados con los mismos. Además de tomar en cuenta a la Ley de Mercado de Valores, su Reglamento y la Codificación de Resoluciones emitidas por el Consejo Nacional de Valores, se analizará casos respecto al tema.

Es importante en este capítulo entender el punto de vista de los emisores y obligacionistas como partes activas en el mercado de valores.

OBLIGACIONES

Es importante empezar delimitando ciertos conceptos, ya que existe un problema de léxico:

- **DEBENTURE:** es una palabra inglesa que traducida a nuestro idioma se define como "obligación". El uso de esta palabra se ha generalizado, como obligación o deuda que contraen ciertas sociedades, mediante la emisión de títulos representativos de valores expresado en moneda.¹
- **BONOS:** son títulos valores que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo constituido a cargo de una sociedad o entidad sujeta a la inspección y vigilancia del Estado. En otras palabras el bono es un título

¹ Superintendencia de Compañías, *BONOS OBLIGACIONES O DEBENTURES*; Quito; Talleres de la Imprenta de la Superintendencia de Compañías; 1999, p. 3.

valor que participa determinado crédito colectivo a cargo de una sociedad. Por lo tanto es un título valor de contenido crediticio, en la medida que es representativo de una obligación consistente en pagar cierta suma de dinero a cargo del eminente, en este evento una sociedad. El bono es sinónimo de obligaciones sociales y en algunos países adquiere el nombre de debentures.²

- OBLIGACIONES: las emisiones de empréstitos u obligaciones son operaciones de préstamos en las que el capital prestado se divide en un número elevado de operaciones elementales de préstamo, que se van reembolsando de acuerdo con un plan general y unitario de amortización y que tienen, todas ellas unas condiciones financieras idénticas.³

El nombre de "obligaciones" es el más usado para el caso de las sociedades, sus tenedores u obligacionistas; la obligación fundamentalmente incorporada es un crédito. El nombre de "bonos" es más usado para los títulos de los empréstitos públicos, que sólo incorporan crédito. "Debentures" son llamadas las obligaciones de las sociedades, preferentemente.

Existe también un problema de léxico en lo relativo a la "emisión", que se usa en empréstitos y bonos. En derecho cambiario la emisión, muchas veces es la "entrega" del título para su circulación. Ocurre cuando los bonos son colocados, negociados con un tenedor que da un valor por ellos. Pero, en obligaciones y bonos, frecuentemente se habla de "emisión" refiriéndose al simple acto de su creación y oferta al público, que es lo que autoriza la junta

² Superintendencia de Compañías, *BONOS OBLIGACIONES O DEBENTURES*; p. 169

³ Superintendencia de Compañías, *BONOS OBLIGACIONES O DEBENTURES*; p. 59

general de accionistas o socios, según corresponda, o la autoridad competente.

En nuestro país, los mercados de valores generalmente estuvieron dedicados a la negociación de acciones, con las cuales el tenedor del título adquiere la condición de socio y en consecuencia se sujeta al rendimiento económico de la sociedad; esto implica que el emisor corre el riesgo de la empresa, sea que ésta gane o pierda; en el caso que la empresa obtenga utilidades el título aumentará su valor, caso contrario disminuirá el mismo. Dentro del mercado, los inversionistas no están totalmente dispuestos a jugar con sus ahorros, ya que deben correr con la suerte de la empresa⁴; todo esto abarca una incertidumbre económica y política; por lo que se busca que el inversionista merme el riesgo y la inseguridad.

Por estas razones dentro de nuestro mercado a más de las acciones, que son títulos de renta variable, contamos con diversos títulos valores que son de renta fija, renta que será pagadera en un plazo determinado, característica que permite mitigar el riesgo y la inseguridad del inversor. Esto de igual manera permite una mayor negociación del título en el mercado, permite adquirir y venderlos con mayor seguridad y sin grandes pérdidas. Entre los títulos valores con renta determinada tenemos a las obligaciones, títulos en los que nos enfocaremos en el presente trabajo.

Cuando una sociedad se ve en la necesidad de ampliar sus instalaciones, modernizar sus maquinarias, aumentar su producción, o por otras razones que

⁴ José Jorge Maselli, *Los Mercados Bursátiles Argentinos y las PyM Empresas. Segundos Mercados de Cotización*, 1988

requieran la inversión de nuevos capitales, se encuentra en la siguiente disyuntiva:⁵

- Recurrir al crédito bancario o de instituciones financieras.
- Emitir nuevas series de acciones o aumentar el capital social, de no quedar series por emitir.
- Recurrir a la emisión de obligaciones

Con lo que respecta al primer recurso, dentro de nuestra sociedad, difícilmente esta opción podrá solucionar la situación de la empresa, ya que generalmente las operaciones de crédito se realizan a corto plazo, con garantías especiales; y, en períodos menores de los que realmente son requeridos.⁶

El aumento de capital, puede no interesar a los grandes inversores de la sociedad, ya que significa la ampliación del grupo de accionistas con la posible pérdida del control de la sociedad, aparte de los trámites de modificación de estatutos.⁷

La emisión de obligaciones puede solucionar las dificultades de la empresa, así por ejemplo: proporciona a la sociedad un nuevo aporte de efectivo, que podrá ir cancelando en un plazo bastante largo, sea con amortización periódica o por reembolso íntegro al vencimiento, y mediante el pago de una tasa de interés que establecida en el momento de la contratación, se mantiene fija hasta la terminación del plazo. Así la sociedad no habrá incorporado nuevos accionistas y podrá realizar la inversión proyectada; no se verá trabada en su organización y administración; pero consecuente con la obligación contraída, tendrá que abonar

⁵ Superintendencia de Compañías, *BONOS OBLIGACIONES O DEBENTURES*; p. 45

⁶ Superintendencia de Compañías, *BONOS OBLIGACIONES O DEBENTURES*; p. 45

⁷ Superintendencia de Compañías, *BONOS OBLIGACIONES O DEBENTURES*; p. 45

puntualmente los intereses y realizar las amortizaciones en la forma que hubiera convenido.

Las obligaciones al ser títulos que pueden emitirse en masa permiten a los inversionistas una igualdad de derechos, seguridad en las operaciones y transparencia en el mercado; lo que hace más atractivo a esta clase de títulos que son de renta fija y es por lo que pueden ser negociados en el mercado con mayor facilidad, ya que son pocos los inversores dispuestos a arriesgar los recursos comprometidos en cada negociación.

“La emisión de obligaciones negociables es una forma de financiar los requerimientos empresarios a mediano y largo plazo, al costo más bajo posible, para lo cual la ley permite la concurrencia de los esfuerzos mancomunados de muchos inversores que participan adquiriendo títulos fungibles que tienen una conveniente liquidez por ser negociables en el mercado”⁸.

Es utilizado por grandes empresas comerciales necesitadas de capital que exceden sus posibilidades normales de obtenerlo en plazo de vencimiento extenso y monto elevado, y que mediante esta figura consiguen recursos monetarios sin ampliar su capital social.

1. Definiciones

Generalmente el término “obligación” es sinónimo de obligaciones sociales, lo que puede dar lugar a confusiones, ya que este tiene un preciso significado en el derecho civil y otro dentro de la legislación mercantil, la cual es inherente a los títulos valores; por lo que en legislaciones comparadas como la colombiana o argentina

⁸ Gutiérrez, Pedro Federico; *LOS FIDEICOMISOS Y LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES*, Mendoza, Ediciones Jurídicas Cuyo, s/f, pág. 173

adquiere el nombre de bono o debenture; pese a las diversas denominaciones, mantienen el mismo principio conceptual, son títulos valores que incorporan una parte o alícuota de un crédito colectivo constituido a cargo de una sociedad anónima.

Puede definírsele como un título negociable, emitido por entidad legalmente autorizada para ello, en forma de empréstito, generalmente a largo plazo, con intereses y amortización determinados y con garantía.

En nuestra legislación, la Ley de Mercado de Valores, en su artículo 160 define a las obligaciones como: “los valores emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora”.

Las obligaciones son títulos representativos de una deuda, que el emisor reconoce o crea, y que son exigibles según las condiciones de la emisión. También pueden estar representadas en cuentas establecidas tanto en la contabilidad del emisor como en un depósito centralizado de compensación y liquidación. Como todo título de crédito, dan derecho al cobro de intereses y a la recuperación del capital.⁹

El tenedor del título no es socio, sino acreedor de la empresa, y sus derechos y obligaciones con ella dependen de la regulación propia de cada país.

Según otras interpretaciones, el conjunto de los acreedores constituye una personalidad jurídica que “presta” su capital a la empresa emisora. Precizando más el tema, se señala que viene a ser un mutuo entre el prestamista y la empresa que lo emite.

Dentro de la doctrina, las obligaciones tienen las siguientes características:

⁹ Ley de Mercado de Valores, artículo 160, segundo párrafo

a) Pluralidad de prestamistas:

Los bonos emitidos por la entidad emisora, los toman diversas personas (naturales y jurídicas); en contrapartida de esto existe una entidad o prestatario, pues la única persona que recibe el préstamo, es la entidad emisora.

Se designa un fideicomisario o representante de los bonos o tenedores de bonos o debentures, personal encargado de velar por los intereses permanentes de los obligacionistas., en nuestra legislación contamos con el “representante de los obligacionistas”.

b) Unidad de empréstito:

A pesar de ser muchos los prestamistas, el préstamo es uno sólo. Es por ello la necesidad del fideicomisario, del comisario o del funcionario designado por los tenedores de obligaciones.

c) Largo plazo de préstamos:

Es esta una de las características de este mercado de valores, pues la institución emisora, consigue una considerable suma de dinero para satisfacer las necesidades de sus negocios. Estos ingresos no pueden obtenerse en plazos breves. En el caso que sea a corto plazo, se le denomina “papel comercial”.

d) Todos los negocios, especialmente el préstamo de dinero o mutuo, tienen riesgos:

Con el sistema de obligaciones este riesgo se minimiza en alto grado, pues la entidad emisora debe tener una autorización del organismo de vigilancia, y por otra se divide la deuda entre muchos, por lo cual cada uno de los inversionistas tiene una inversión susceptible de riesgo.

e) Existencia de un mandatario o fideicomisario o representante de los obligacionistas:

Mandatario que velará por el fiel cumplimiento de las obligaciones del prestatario, con las facultades judiciales y extrajudiciales que la Ley señale.

La legislación ecuatoriana establece sin embargo algunas características esenciales de estos valores:

- Son títulos a la orden o al portador.
- Pueden contener cupones, los cuales pueden ser nominativos, a la orden o al portador.
- Son valores de corto o largo plazo.

- Corto Plazo: la Ley de Mercado de Valores en su artículo 174 dice:

Art. 174.- De las obligaciones de corto plazo o papel comercial.- Las compañías emisoras inscritas en el Registro del Mercado de Valores podrán emitir obligaciones de corto plazo con garantía general, también denominado papel comercial con plazo inferior a trescientos sesenta días. La inscripción deberá efectuarse con sujeción a las disposiciones de esta Ley y a las que establezca el C.N.V., mediante normas de aplicación general. Para efectuar esta oferta pública se requerirá solamente de una circular de oferta pública que contendrá información legal, económica y financiera actualizada del emisor; monto de la emisión, modalidades y características de la misma; lugar y fecha de pago del capital y sus intereses; menciones que deberán tener los títulos a emitir; obligaciones adicionales de información y restricciones a las que se someterá el emisor, establecidas en el contrato de emisión; y, derechos, deberes y responsabilidades de los tenedores de papel

comercial. El C.N.V., mediante norma de carácter general determinará las relaciones entre el monto de emisión y la garantía. La oferta pública de este tipo de obligaciones no requerirá de escritura pública. El representante legal de la empresa emisora deberá incluir en la circular una certificación juramentada de la veracidad de la información divulgada en la circular. Para la colocación de estos valores se deberá contar con una calificación de riesgo, realizada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores.¹⁰

○ Largo plazo: son los títulos cuyo plazo exceden de los trescientos sesenta días. De estos títulos trataremos más adelante.

- Se consideran como bienes muebles.
- Representan un valor nominal.
- Generan una renta fija.
- Se emiten con la indicación de un plazo determinado.
- Son amortizables.
- Tienen el carácter de títulos ejecutivos.
- Son negociables en las bolsas de valores y pueden ser ofrecidos en venta al público en general.

2. Obligaciones a largo plazo

Se entiende como emisiones a largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento.

¹⁰ Ley de Mercado de Valores, artículo 174

2.1. Emisores de obligaciones

Los emisores de las obligaciones pueden ser los siguientes:

- Compañías anónimas,
- Compañías de responsabilidad limitada,
- Sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador; u,
- Organismos seccionales

Si bien la ley de mercado de valores señala la posibilidad de que todas estas personas jurídicas tengan la capacidad de emitir obligaciones, mi trabajo de investigación se centra únicamente en personas jurídicas privadas e instituciones financieras; ya que a lo largo de la historia del mercado de valores ecuatoriano no se ha visto caso alguno en el que tanto sucursales de compañía extranjera domiciliadas en el Ecuador y organismos seccionales hayan escogido esta vía, para tener liquidez en sus actividades económicas.

2.2. Disposiciones generales

2.2.1. Fecha de la emisión.- La fecha de emisión de obligaciones se considerará a aquella en que se realice la primera colocación de la emisión o de cada uno de los tramos de ésta.¹¹

2.2.2. Destino de la emisión.- Los recursos que se capten, a través de una emisión de obligaciones, no podrán destinarse a la adquisición de acciones u obligaciones emitidas por integrantes de: grupos

¹¹ Art. 1, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores

financieros, compañías de seguros privados o sociedades mercantiles que estén vinculadas con el emisor de las obligaciones.¹²

2.3. Garantías

Las garantías, en el caso que nos ocupa, tratan de garantizar a los inversionistas para que estos tengan seguridad y transparencia en invertir su dinero a largo plazo dentro del mercado de valores.

Nuestro Código Civil no define las garantías, pero sí trata el concepto de caución en el artículo 31, definiéndolo como "cualquier obligación que se contrae para la seguridad de otra obligación propia o ajena. Son especies de caución la fianza, la prenda y la hipoteca".¹³

"Otra forma de garantizar un préstamo es afectando los bienes de cambio de la empresa, así surgen los préstamos sobre inventarios, como la garantía flotante. Los inventarios representan un activo de bastante liquidez, por consiguiente son apropiados como garantía para un préstamo a corto plazo. No todos los inventarios pueden comprometerse como garantía para un préstamo".¹⁴

Conforme manda el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores, toda emisión estará amparada por garantía general y además podrá contar con garantía específica. Las garantías específicas podrán asegurar el pago del capital, de los intereses parcial o totalmente, o de ambos.

2.3.1. Garantía general.- por garantía general se entiende la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una

¹² Art. 2, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores

¹³ Codificación del Código Civil, artículo 31

¹⁴ <http://ar.answers.yahoo.com/question/index?qid=20061101042501AA5xqcs>

garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine el Consejo Nacional de Valores.¹⁵

2.3.2. Garantía específica.- por garantía específica se entiende aquella de carácter real o personal, que garantiza obligaciones para asegurar el pago del capital, de los intereses o de ambos. Admítase como garantía específica, la consistente en valores o en obligaciones ejecutivas de terceros distintos del emisor o en flujo de fondos predeterminado o específico. En estos casos, los valores deberán depositarse en el depósito centralizado de compensación y liquidación (DECEVALE); y, de consistir en flujos de fondos fideicomisar los mismos.¹⁶

La Ley de Mercado de Valores para la emisión de obligaciones regula que ésta debe tener una garantía general y además podrá contar con una garantía específica. Con lo que respecta a la garantía específica, no resulta muy práctico en el día a día, ya que si una emisión está respaldada con la totalidad de activos que tiene el emisor, ¿cuál es el objetivo de una garantía específica?

Podríamos considerar que el objetivo de que el emisor cuente a más de la garantía general con una específica, es el de mejorar los indicadores para los inversionistas, así como la calificación de riesgos; los inversionistas se sentirían más seguros al ver que la emisión de obligaciones está respaldada con bienes determinados para el pago del capital, de los intereses o de ambos.

En el caso que el emisor necesite la cancelación o sustitución de las garantías que se hayan estipulado para la emisión de obligaciones, ésta podrá,

¹⁵ Ley de mercado de Valores, artículo 162, tercer párrafo

¹⁶ Ley de Mercado de Valores, artículo 162, cuarto párrafo

previa autorización del representante de los obligacionistas, disponer de las garantías otorgadas, en proporción a la rendición que fuere haciendo de las obligaciones emitidas; igualmente podrá sustituir o cambiar las garantías constituidas, con la aceptación del representante de los obligacionistas y de la Superintendencia de Compañías. La sustitución de garantías deberá inscribirse en el Registro de Mercado de Valores y en los demás registros públicos.

Una vez comprobado el pago de la totalidad de obligaciones de la emisión, la Superintendencia de Compañías autorizará el levantamiento de la garantía real que la respalde.¹⁷

2.4. Emisión de obligaciones

Para proceder con la emisión de obligaciones, la sociedad deberá, a través de su órgano competente, convocar a junta general extraordinaria, si fuera el caso, para que se pronuncie al respecto; una vez que se cuenta con la aprobación de la junta general de accionistas o de socios, según el caso, la misma que deberá resolver todo lo referente a la emisión, o delegar al órgano de administración de la compañía competente para que defina todas las características o condiciones de la emisión dentro del límite autorizado por la junta. Las condiciones que se deberá definir para la emisión de obligaciones son las siguientes:

- Clases;
- montos;
- plazos;
- unidad monetaria en que ésta se exprese;
- número y valor nominal de las obligaciones;

¹⁷ Ley de mercado de Valores, Art. 163, primero, segundo y tercer párrafo.

- tasas de interés y forma de reajuste;
- fecha a partir de la cual los tenedores de los títulos u obligacionistas empezarán a ganar intereses;
- fecha de emisión;
- forma de pago de intereses;
- pago de capital;
- agente pagador;
- lugar y forma de pago;
- clase de garantía;
- destino de los recursos a captar;
- limitaciones al endeudamiento de la compañía;
- obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones a las que se sujetará el emisor;
- sistema de colocación, agente asesor y colocador;
- sistema de sorteos y rescates anticipados;
- contrato underwriting;
- representante de los obligacionistas;
- resumen del convenio de representación de los obligacionistas;
- facultades y obligaciones de los obligacionistas; y,
- facultades y obligaciones del emisor, conforme consta como ejemplo en el anexo 1.¹⁸

Algunas partes que intervienen en la emisión de obligaciones son:

¹⁸ ANEXO 1 – características de la emisión de obligaciones

- Emisor.- las compañías anónimas, las de responsabilidad limitada, las sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador o los organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.
- Asesor.- conocido también como el estructurador; el mismo que es una persona jurídica, generalmente es una Casa de Valores. No es un elemento esencial en la emisión de obligaciones.
- Agente pagador.- es designado por la emisora y podrá ser una institución financiera o la misma emisora de obligaciones.
- Obligacionistas o tenedores de los títulos.- Son las personas naturales o jurídicas que adquirieron los títulos correspondientes a la emisión de obligaciones. Se los puede considerar como los “acreedores”
- Representante de los obligacionistas.- Es una persona jurídica que no puede estar vinculada con la compañía emisora pero debe estar capacitada y tener experiencia en legislación bursátil y emisión de obligaciones. Podrán ser las casas de valores inscritos en el Registro Mercantil de Valores y los estudios jurídicos con especialización bursátil, con domicilio en el Ecuador.
- Calificadora de riesgos.- Son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, las cuales califican el riesgo de los valores y emisores

2.4.1. Contrato de emisión de obligaciones

Posterior a la aprobación de la junta general, y determinadas las condiciones por el órgano designado por la junta, la emisión deberá efectuarse

mediante escritura pública, misma que consiste en el instrumento que contiene todas las enunciaciones fundamentales para la emisión de obligaciones, tales como las características de la emisión, derechos y obligaciones de las partes, así como del emisor, obligacionistas y de la representante de los obligacionistas; debe ser suscrita entre la sociedad emisora y el representante de los obligacionistas.

El contrato deberá contener al menos los puntos detallados en el artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores:

- a) Nombre y domicilio del emisor, fecha de la escritura de constitución de la compañía emisora y fecha de inscripción en el Registro Mercantil, donde se inscribió;
- b) Términos y condiciones de la emisión, monto, unidad monetaria en que ésta se exprese, rendimiento, plazo, garantías, sistemas de amortización, sistemas de sorteos y rescates, lugar y fecha de pago, series de los títulos, destino detallado y descriptivo de los fondos a captar;
- c) Indicación de la garantía específica de la obligación y su constitución, si la hubiere;
- d) En caso de estar representada en títulos, la indicación de ser a la orden o al portador;
- e) Procedimientos de rescates anticipados, los que sólo podrán efectuarse por sorteos u otros mecanismos que garanticen un tratamiento equitativo para todos los tenedores de obligaciones;
- f) Limitaciones del endeudamiento a que se sujetará la compañía emisora;
- g) Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones a que se sujetará el emisor mientras esté vigente la emisión, en defensa de los intereses de los tenedores de obligaciones, particularmente respecto a las informaciones que

deben proporcionarles en este período; al establecimiento de otros resguardos a favor de los obligacionistas; al mantenimiento, sustitución o renovación de activos o garantías; facultades de fiscalización otorgadas a estos acreedores y a sus representantes;

h) Objeto de la emisión de obligaciones;

i) Procedimiento de elección, reemplazo, remoción, derechos, deberes y responsabilidades de los representantes de los tenedores de obligaciones y normas relativas al funcionamiento de las asambleas de los obligacionistas;

j) Indicación del representante de obligacionistas y determinación de su remuneración;

k) Indicación del agente pagador y del lugar de pago de la obligación y, determinación de su remuneración;

l) El trámite de solución de controversias que, en caso de ser judicial será en la vía verbal sumaria. Si, por el contrario, se ha estipulado la solución arbitral, deberá constar la correspondiente cláusula compromisoria conforme a la Ley de Arbitraje y Mediación; y,

m) Contrato de underwriting, si lo hubiere.

Como documentos habilitantes de la escritura de emisión de obligaciones se incluirán todos aquellos que determine el Consejo Nacional de Valores.

La Superintendencia de Compañías y la Superintendencia de Bancos y Seguros, serán las encargadas de aprobar la emisión de obligaciones de las entidades sujetas a su respectivo control.

La Superintendencia de Compañías será la encargada de aprobar el contenido del prospecto de oferta pública de la emisión de obligaciones, incluso

cuando dicha emisión ya hubiese sido aprobada por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

Las sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el país, incluyendo a las instituciones financieras podrán emitir obligaciones, bajo las siguientes condiciones:

1. Estas emisiones de obligaciones podrán estar amparadas únicamente con garantía específica para asegurar el pago del capital e intereses;
2. El plazo de redención de la emisión no debe exceder al de domiciliación de la sucursal emisora;
3. La información que debe difundirse en el prospecto para la oferta pública debe incluir además de aquella solicitada a las compañías nacionales en lo que fuera aplicable, aquella que tenga relación con la casa matriz y su apoderado en el Ecuador;
4. El apoderado de la sucursal deberá estar domiciliado en el Ecuador, con la finalidad de atender cualquier requerimiento o notificación que deba ser dirigido a la matriz;
5. El apoderado debe responder solidariamente por el incumplimiento de lo dispuesto en las disposiciones de esta Ley y sus normas complementarias; y,
6. Las demás condiciones que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

La emisión de obligaciones, podrá dividirse en varias partes denominadas "clases", las que podrán ser colocadas individualmente o en su totalidad. Cada clase podrá estar dividida en series y otorgar diferentes derechos. No podrán establecerse distintos derechos dentro de una misma clase.¹⁹

¹⁹ Ley de Mercado de Valores, artículo 164

En el anexo 2 del presente trabajo consta un modelo de minuta que contiene los requisitos para la emisión de obligaciones.

2.4.2. Resguardos

A más de una garantía general y específica, la Codificación de Resoluciones expedida por el Consejo Nacional de Valores, habla sobre los resguardos, en los siguientes artículos:

Artículo 11 del Capítulo III que trata de “Obligaciones de Largo Plazo”, del Subtítulo I, referente a “Valores”, del Título III de “Oferta Pública de Valores”, de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores:

“Art. 11.- Resguardos.- Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, la compañía deberá mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución de la junta general de socios o accionistas o el órgano de administración que ésta delegue para el efecto, deberá obligarse a:

1. Determinar los activos esenciales para el cumplimiento de su objeto social y no enajenar ni gravar dichos activos hasta por el monto de la emisión y hasta su redención total; [...]”.

Artículo 3 del Capítulo IV que trata de “Papel Comercial”, del Subtítulo I, referente a Valores”, del Título III de “Oferta Pública de Valores”, de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores:

“Art. 3.- Resguardos.- Los resguardos de la emisión de papel comercial que deberán constar en el programa, se refieren al establecimiento obligatorio, por parte del emisor, de medidas orientadas a mantener el valor de la garantía general, para lo cual la compañía emisora, mediante una resolución de la junta general de socios o el órgano de administración que ésta delegue, deberá obligarse a:

1. Determinar los activos esenciales para el cumplimiento de su objeto social y no enajenar ni gravar dichos activos hasta por el monto de la emisión, mientras esté vigente el programa de emisión del papel comercial. [...]

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados, dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones realizadas bajo el programa aprobado.

Adicionalmente, la compañía emisora podrá establecer e informar sobre el cumplimiento de relaciones o de índices financieros tales como el de liquidez, endeudamiento, cobertura de gastos financieros u otros indicadores.

2.4.3. Representante de los obligacionistas y el convenio de representación

Es un requisito esencial de la emisión de obligaciones suscribir con una persona jurídica, especializada en tal objeto, un convenio de representación con el objetivo de que ésta tome a cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponda a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total. Esta persona jurídica quedará sujeta a la supervisión de la Superintendencia de Compañías, en cuanto a su calidad de representante; cuenta con todas las facultades y deberes que le otorga la Ley de Mercado de Valores y sus normas y las otorgadas en el contrato de emisión o por la asamblea de obligacionistas.

El representante de los obligacionistas no puede mantener ningún tipo de vínculo con la emisora, el asesor, agente pagador, garante, ni con compañías relacionadas por gestión, propiedad o administración del emisor.

Un modelo de convenio de representación, es el que se adjunta en el anexo 3 del presente trabajo.

El representante de los obligacionistas tiene la facultad y obligación de actuar por el bien y defensa de los obligacionistas, respondiendo hasta por culpa leve, para lo cual podrá imponer condiciones al emisor, tales como²⁰:

- Conformación de un fondo de amortización,
- Demandar a la emisora,
- Solicitar a los jueces competentes la subasta de la propiedad prendada,
- Otros actos contemplados en la ley.

El representante de los obligacionistas podrá solicitar del emisor, y éste estará obligado a presentar, toda la información pública o informes que sean necesarios para una adecuada protección de los intereses de sus representados.

2.4.4. Obligaciones del representante legal de los obligacionistas

Son obligaciones del representante legal de los obligacionistas, las estipuladas en el artículo 167 de la Ley de Mercado de Valores:

- a) Verificar el cumplimiento por parte del emisor, de las cláusulas, términos y demás obligaciones contraídas en el contrato de emisión;
- b) Informar respecto del cumplimiento de cláusulas y obligaciones por parte del emisor a los obligacionistas y a la Superintendencia de Compañías, con la periodicidad que ésta señale;
- c) Verificar periódicamente el uso de los fondos declarados por el emisor, en la forma y conforme a lo establecido en el contrato de emisión;
- d) Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los obligacionistas, de los correspondientes intereses, amortizaciones y reajustes de las obligaciones

²⁰ Ley de Mercado de Valores, artículo 165

sorteadas o vencidas, pudiendo actuar como agente pagador en caso de haberlo convenido con la compañía emisora;

e) Acordar con el emisor las reformas específicas al contrato de emisión que hubiera autorizado la junta de obligacionistas;

f) Elaborar el informe de gestión para ponerlo a consideración de la asamblea de obligacionistas; y,

g) Ejercer las demás funciones y atribuciones que establezca el contrato de emisión.

2.4.5. Asamblea de obligacionistas

La asamblea de los obligacionistas está constituida por los tenedores de cada emisión de obligaciones; será convocada cuando justifique el interés de los emisores, por solicitud del emisor, por solicitud de los obligacionistas; y, cuando así lo requiera la entidad de control.

Las facultades que esta asamblea tiene son las estipuladas en el artículo 168 de la Ley de Mercado de Valores:

a) Aprobar el informe de gestión del representante de los obligacionistas, sobre el cumplimiento de sus obligaciones;

b) Designar nuevo representante de los obligacionistas, si lo estimare conveniente;

c) Confirmar al representante de los obligacionistas designado por el emisor en la escritura del contrato de emisión, si lo estimare conveniente; y,

d) Autorizar modificaciones al contrato de emisión propuestas por el emisor, con los dos tercios de los votos pertenecientes a los instrumentos de la emisión correspondiente y, que no fueran de aquellas en que el representante de obligacionistas tiene facultades propias. Se requerirá de la resolución

unánime de los obligacionistas de la clase y emisión correspondiente, para efectuar modificaciones que afecten las tasas de interés o su forma de reajuste, el plazo y forma de amortización de capital, el plazo y forma de pago de intereses, modificación de garantías o modalidad de pago, contempladas en el contrato original. Los acuerdos legalmente adoptados serán de aceptación obligatoria para todos los obligacionistas de esa emisión o clase.

3. Calificadoras de riesgo

“Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores. Estas sociedades podrán efectuar, además, las actividades complementarias con su objeto principal.”²¹

Las calificadoras de riesgo emiten opiniones técnicas e independientes en cuanto a la calidad del riesgo crediticio de un emisor o de un valor. Las categorías de calificación permiten a los inversionistas diferenciar fácilmente los niveles de riesgo y tomar decisiones según sus intereses. Las compañías que se someten a un proceso de calificación pueden ampliar las alternativas de financiamiento, con mayor acceso a los mercados de capitales, reducir sus costos de endeudamiento; y, mejorar su imagen corporativa. Las tres calificadoras que mantienen la mayor parte del mercado a nivel mundial son: FitchRatings, Moody's y Standard and Poor's. La calificación de riesgo incorpora el análisis cuantitativo y cualitativo de la información disponible, principalmente la proporcionada por el emisor o la institución calificada. Si bien la opinión en gran parte se fundamenta en los

²¹ Ley de Mercado de Valores, Art. 176

estados financieros históricos y proyectados, ésta también incluye el análisis de factores tales como la gestión operativa, la calidad e independencia de la administración, estrategias y controles, el posicionamiento en el mercado, la calidad y origen de la garantía, la prelación de pago, el entorno macroeconómico, la calidad e integridad de la información entre otros factores.²²

La ley manda que toda emisión de obligaciones requerirá de calificación de riesgo, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores. Durante el tiempo de vigencia de la emisión, el emisor deberá mantener la calificación actualizada de conformidad con las normas que para el efecto expida el C.N.V.²³

Se entenderá por calificación de riesgo, a la actividad que realicen entidades especializadas, denominadas calificadoras de riesgo, mediante la cual den a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública.²⁴

²² <http://www.bankwatchratings.com/?op=seg&seg=40>

²³ **Art. 161** Ley de Mercado de Valores.- Art. 161.- Requisito de calificación de riesgo.- Toda emisión de obligaciones requerirá de calificación de riesgo, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores. Durante el tiempo de vigencia de la emisión, el emisor deberá mantener la calificación actualizada de conformidad con las normas que para el efecto expida el C.N.V.

²⁴ Art. 185 Ley de Mercado de Valores

CAPÍTULO II

En este capítulo se tomará como base la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores; de igual manera nos referiremos a las varias modificaciones que mantuvieron estas normas a partir del momento de su emisión.

RESGUARDOS

La Codificación de Resoluciones expedida por el Consejo Nacional de Valores, habla sobre resguardos, en los siguientes artículos:

Artículo 11 del Capítulo III que trata de "Obligaciones de Largo Plazo", del Subtítulo I, referente a "Valores", del Título III de "Oferta Pública de Valores", de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores:

"Art. 11.- Resguardos.- Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, la compañía deberá mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución de la junta general de socios o accionistas o el órgano de administración que ésta delegue para el efecto, deberá obligarse a:

1. Determinar los activos esenciales para el cumplimiento de su objeto social y no enajenar ni gravar dichos activos hasta por el monto de la emisión y hasta su redención total; [...]

Artículo 3 del Capítulo IV que trata de "Papel Comercial", del Subtítulo I, referente a "Valores", del Título III de "Oferta Pública de Valores", de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores:

"Art. 3.- Resguardos.- Los resguardos de la emisión de papel comercial que deberán constar en el programa, se refieren al establecimiento obligatorio, por parte del emisor, de medidas orientadas a mantener el valor de la garantía

general, para lo cual la compañía emisora, mediante una resolución de la junta general de socios o el órgano de administración que ésta delegue, deberá obligarse a:

1. Determinar los activos esenciales para el cumplimiento de su objeto social y no enajenar ni gravar dichos activos hasta por el monto de la emisión, mientras esté vigente el programa de emisión del papel comercial [...].

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados, dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones realizadas bajo el programa aprobado. Adicionalmente, la compañía emisora podrá establecer e informar sobre el cumplimiento de relaciones o de índices financieros tales como el de liquidez, endeudamiento, cobertura de gastos financieros u otros indicadores”.

Los problemas que ha traído la aplicación del numeral 1 de los artículos 11 y 3 antes citados son principalmente el detenimiento en el mercado para poder tener negociaciones rápidas, eficientes y oportunas; por este motivo se efectúa una argumentación jurídica y técnica de cada uno de los elementos que constan en las dos normas señaladas en los párrafos que anteceden.

Enajenación de activos hasta por el monto de la emisión:

En el numeral 1 de los artículos 11 y 3 materia de análisis, se ha desarrollado la idea de que no se puede enajenar ni gravar activos esenciales, hasta por el monto de la emisión; esto se refiere a la totalidad del monto emitido para lo cual se entiende como activos esenciales a los bienes del emisor, ya sean muebles o inmuebles, tangibles o no determinados por la junta general o el órgano de administración dependiendo del giro del negocio como tales; es decir, son bienes

que tiene la compañía sin los cuales no pudiera realizar o cumplir con el objeto de ésta.

La norma manda que estos bienes no podrán ser gravados ni enajenados en ningún momento durante la emisión, dando un valor agregado a la emisión de obligaciones, demostrando que estos activos esenciales para la compañía se mantendrán en ella durante todo el tiempo de la emisión; siendo así se genera una contraposición con lo estipulado en el artículo 13 del Capítulo III que trata de “Obligaciones de Largo Plazo”, del Subtítulo I, referente a “Valores”, del Título III de “Oferta Pública de Valores” que dice:

Art. 13.- Monto de emisión de obligaciones con garantía general.- El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del ochenta por ciento del total de activos libres de todo gravamen. Para este efecto, no se considerarán los activos diferidos, ni los que se encuentren en litigio, ni aquellos que sean perecibles. Para el cálculo del porcentaje antedicho, deberá considerarse el monto no redimido de cada emisión de obligaciones en circulación; se exceptúan para el cálculo, las obligaciones en circulación con garantía específica constituida con los activos del emisor. La relación porcentual determinada en el primer inciso, deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto de las obligaciones en circulación y no redimidas.

Al igual que con el artículo 2 del Capítulo IV que trata de “Papel Comercial”, del Subtítulo I, referente a “Valores”, del Título III de “Oferta Pública de Valores”, de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores:

Art. 2.- Monto.- Las compañías emisoras podrán establecer programas de emisión de papel comercial, hasta por un monto equivalente al ochenta por

ciento del total de sus activos libres de todo gravamen, excluyendo los activos diferidos. Este monto de emisión se denominará "cupo del programa".

El total de papel comercial en circulación, por ningún concepto, podrá exceder el cupo del programa. Cada emisión de papel comercial utilizará un monto del cupo equivalente al monto colocado, quedando disponible el saldo.

La compañía, con causa motivada, podrá solicitar a la Superintendencia de Compañías el aumento del monto autorizado"

Estos artículos regulan que el monto permitido para la emisión de obligaciones y emisión de papel comercial es del ochenta por ciento (80%) del total de los activos libres de gravamen.

En este sentido, al incorporar el criterio de que no se puede enajenar ni gravar activos esenciales, hasta por el monto de la emisión, es importante tomar en cuenta qué sucede con el restante 20%: ¿esos bienes sí pueden estar gravados? Pero los mismos forman parte de una garantía general, garantía que debe estar libre de todo gravamen; existe también otra contraposición con el concepto de garantía general contemplado en el artículo 162, inciso segundo de la Ley de Mercado de Valores, norma jerárquicamente prevalente y por ende un tratamiento jurídico distinto que en ningún caso constituye una seguridad adicional para los inversionistas, pues trata de activos que ya son parte de la referida garantía, que por ley es la exigible.

Prohibición de enajenar o gravar activos esenciales

De igual manera, en el artículo 13 del Capítulo III que trata de "Obligaciones de Largo Plazo", del Subtítulo I, referente a "Valores", del Título III de "Oferta Pública de Valores", el párrafo final dice:

“Art. 13.- Monto de emisión de obligaciones con garantía general.- El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del ochenta por ciento del total de activos libres de todo gravamen. Para este efecto, no se considerarán los activos diferidos, ni los que se encuentren en litigio, ni aquellos que sean perecibles. Para el cálculo del porcentaje antedicho, deberá considerarse el monto no redimido de cada emisión de obligaciones en circulación; se exceptúan para el cálculo, las obligaciones en circulación con garantía específica constituida con los activos del emisor. La relación porcentual determinada en el primer inciso, deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones (lo señalado es propio), respecto de las obligaciones en circulación y no redimidas.

En este artículo se ha incluido la idea de mantener la prohibición de enajenar y gravar activos hasta la redención total de la emisión; concepción que va en contra del Art. 163 de la Ley de Mercado de Valores y al Reglamento de dicha Ley, las cuales contemplan que la emisora, previa autorización del representante de los obligacionistas, disponga de las garantías otorgadas, en proporción a la redención que fuere haciendo de las obligaciones emitidas; y que admite además la sustitución o cambio de las garantías constituidas, todo lo cual se implementa mediante escritura pública con la aceptación del representante de los obligacionistas y de la Superintendencia de Compañías y la inscripción en los registros públicos y en el Registro del Mercado de Valores.

Liberación y redención de garantías

La propia Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores recoge la posibilidad de mantener el porcentaje de activos sólo hasta por el monto

de obligaciones no redimidas en circulación y por ende, la posibilidad de liberar garantías; así, el segundo inciso del artículo 13 del Capítulo III que trata de "Obligaciones de Largo Plazo", del Subtítulo I, referente a "Valores", del Título III de "Oferta Pública de Valores", menciona que "Para el cálculo del, porcentaje antedicho, deberá considerarse el monto no redimido de cada emisión de obligaciones en circulación [...]", de forma que al haber otra norma en la que se estipule que es obligación mantener los activos como no enajenables y no gravables hasta por el monto de la emisión y hasta su redención total resulta, que existe una descoordinación y sustento legal entre normas de un mismo cuerpo regulatorio que pueden dar lugar a inseguridad jurídica, confusiones; y, diversidad de interpretaciones; y, a una falta de diligencia del mercado en el tema de emisión de obligaciones ya que los emisores al considerar estas normas, no ven un mercado eficaz que busque solucionar los problemas económicos de éstos.

¿Qué sucede en el caso que no se coloque la totalidad de la emisión? En cuyo caso de acuerdo con el resguardo propuesto, se deberá mantener activos no enajenables ni gravables por un monto incluso muy superior al monto de circulante, hasta la redención total de la emisión completa.

No se pueden dejar fuera de este análisis los efectos económicos y financieros producto de la aplicación de las normas referidas, los cuales se reflejan básicamente en el encarecimiento del costo del dinero para el emisor y en una menor rentabilidad para el inversionista.

¿Qué se considera cómo activo esencial?

Como ya se indicó, el eje de esta tesis es analizar los activos esenciales, incluso conceptualmente, por lo tanto voy a tomar una de las tantas definiciones

que he encontrado después de la búsqueda realizada, las mismas que transcribo a continuación: "Activo esencial es una facilidad o infraestructura sin la que los competidores no pueden proveer servicios a sus clientes".

Desde una perspectiva económica, un activo esencial es un "activo/bien/servicio que representa un cuello de botella en la provisión del servicio o bien final".²⁵

Estas definiciones no son tomadas del derecho de mercado de valores ya que como menciono más adelante, no es un concepto desarrollado para las necesidades de nuestra legislación, y en especial para la norma expedida por el Consejo Nacional de Valores, para aplicación de la Superintendencia de Compañías; ya que contamos con un mercado dinámico, siendo así que, cada sociedad que emitió obligaciones cuenta con bienes y activos de la naturaleza que ellos necesiten, y para cada sociedad los activos esenciales serán los que para cada uno de ellos les convenga, así como la maquinaria, el inmueble, la materia prima, la mano de obra, su cartera de clientes; sin poder definir y menos aún tener un estándar o generalizar cuáles serían los activos esenciales en el mercado ecuatoriano.

De las búsquedas realizadas no existe un concepto claro aplicable para la emisión de obligaciones en el Ecuador, ni uno que la Superintendencia de Compañías tenga como directriz específica en los casos concretos.

La definición de activo esencial como una definición de mercado no cobra sentido hasta que se realiza un análisis competitivo completo.²⁶

²⁵ www.lecg.com/.../seminario_especializado_sobre_el_analisis_de_la_actividad_portuaria_desde_una_perspectiva_d.pdf

Cabe indicar que en relación al concepto de “activo esencial”, en nuestra legislación, no hemos encontrado definición técnica ni jurídica, así como tampoco su alcance y características, de ahí que el concepto podría estar también sujeto a una libre interpretación.

Un activo puede ser esencial para una determinada línea de negocios de la empresa y en un determinado momento, pero no para su globalidad; considero que es un tema demasiado subjetivo y poco práctico para el mercado real como el nuestro, ya que los negocios son dinámicos y tienen características particulares según su naturaleza.

Por las razones constantes en párrafos precedentes me ratifico en que este tema es subjetivo. Esta opinión no es solamente a título personal sino también es compartida dentro del propio Consejo Nacional de Valores, consecuencia de innumerables reuniones personales que se ha mantenido con el ente controlador y regulador, la casa de valores a la que presto mis servicios profesionales, tratando de definir y entender este tema; ex funcionarios de la Superintendencia de Compañías y por los participantes del mercado, principalmente con los emisores, que han sido los principales afectados por esta norma, teniendo que retrasar y en algunos casos dejar sin efecto la emisión de obligaciones; tal es así que hubo la necesidad de realizar reformas para corregir los errores producidos.

La norma no es la adecuada para el mercado de valores ni siquiera aun en el nuestro ya que los emisores del mercado de valores son dinámicos, como lo menciono en el párrafo precedente, y si una vez se logra definir dichos activos

²⁶www.lecg.com/.../seminario_especializado_sobre_el_analisis_de_la_actividad_portuaria_desde_una_perspectiva_d.pdf

esenciales, estos son difíciles de ponerlos en práctica por la negociación ágil de las empresas; por lo que considero que esta norma de activos esenciales es innecesaria en el mercado de valores, lo único que se logra con esto es estancar el desarrollo activo de un mercado y las oportunidades de financiamiento para los emisores.

Tras la regulación de la autoridad competente, posiblemente, el interés era el de obligar a mantener respaldos para los inversionistas sobre los activos de las compañías hasta que las obligaciones hayan sido totalmente redimidas; es la aplicación de este concepto únicamente para el caso de la existencia de una garantía específica, la cual por Ley no es obligatoria, pero siempre necesita de la preexistencia de una garantía general. Desde esa óptica la no utilización ni disposición hasta la completa redención podría ser aplicable en el contexto de la garantía específica; pero aun así el Art. 163 de la Ley de Mercado de Valores, cuando trata “De la disposición, sustitución o cancelación de garantías”, no hace ninguna diferenciación entre garantía general y específica.

1. Activos esenciales

El numeral uno del artículo 11 del Capítulo III que trata de “Obligaciones de Largo Plazo”, del Subtítulo I, referente a “Valores”, del Título III de “Oferta Pública de Valores y del artículo 3 del Capítulo IV que trata de “Papel Comercial”, del Subtítulo I, referente a “Valores”, del Título III de “Oferta Pública de Valores, de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, en un inicio decía:

“[...] 1. No enajenar los activos esenciales para el cumplimiento de su objeto social [...]”

Posteriormente el artículo se modificó, en los siguientes términos:

[...]1. Determinar los activos esenciales para el cumplimiento de su objeto social y no enajenar ni gravar dichos activos hasta por el monto de la emisión y hasta su redención total [...]"

Por la forma como estaban redactadas las normas referentes a resguardos, la decisión en cuanto a la determinación de cuáles son los activos esenciales, es eminentemente discrecional del emisor, que solamente está a su alcance por cuanto está atada a las líneas de negocio que desempeñe y a la estrategia corporativa. Por lo tanto, no sería posible, ni técnico, ni prudente, que un órgano controlador, como lo es la Superintendencia de Compañías, objete la decisión del emisor, pues no cuenta con todos los elementos de juicio para hacerlo, e inclusive podría convertirse en responsable de admitir o no determinados activos como esenciales, como en la práctica ha venido ocurriendo. Lo que no es lo más saludable para las emisiones de obligaciones que se presentan por la discrecionalidad que aplica en cada caso.

Tras analizar el resguardo, en concordancia con lo recogido en el numeral 3 del segundo inciso del artículo 22 del Capítulo III, del Subtítulo I, del Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, referente a la documentación que se debe adjuntar a la solicitud de inscripción y particularmente el segundo numeral 3 que menciona: "Certificados conferidos por el Registrador de la Propiedad y por el Registrador Mercantil, de los cuales se desprenda que sobre dichos bienes no pesa ningún tipo de gravamen, prohibición de enajenar y/o prenda industrial, exclusivamente respecto de los activos esenciales que el emisor se obliga a no enajenar ni gravar como resguardo de la emisión, cuando por la naturaleza de los bienes sea del caso y hasta por el monto de la emisión", se ha

podido apreciar que la tendencia, en razón del tipo de bienes aceptados como esenciales por el órgano regulador, son los bienes inmuebles y muebles principalmente, lo que se contrapone con el giro del negocio de determinados tipos de sociedades mercantiles que por su naturaleza no necesariamente son propietarias de este tipo de bienes.

Hay que resaltar que, para el caso de bienes muebles, el registro mercantil solamente confiere certificados cuando éstos están gravados, ya que no existe en nuestro país, un registro público en el que se anote la tenencia y transferencias de dominio de bienes muebles; así como tampoco existe una facultad legal para que el Registro Mercantil lo haga. Por este motivo la norma es imposible de cumplir en su integridad y se constituye en una muralla para las emisiones de obligaciones y papel comercial.

Es importante tener presente que la prohibición de no enajenar ni gravar activos hasta que se produzca la redención de las obligaciones, es una medida inaplicable para determinado tipo de compañías, puesto que, dependiendo del objeto social de la misma, simplemente podría o no financiarse a través del mercado de valores. Así, una compañía cuyo giro principal de su negocio es la comercialización de productos y por ende, cuyo activo esencial es su inventario, que por esencia es móvil simplemente no podrá acceder a un mecanismo de financiación a través del mercado de valores, debido a que al verse obligado a no enajenar ni gravar su inventario hasta por el monto de la emisión y hasta que la totalidad de las obligaciones hayan sido redimidas, simplemente deberá detener sus actividades hasta que se haya culminado el proceso de emisión y redención. En otras legislaciones al inventario en calidad de garantía se lo denomina como

garantía flotante. Algo similar podría ocurrir en el caso de compañías cuyos activos fijos son objeto de depreciación.

Parecida situación ocurre con las instituciones del sistema financiero, en las que su principal activo, sin el cual no podrían operar, ni tendría razón de ser, son los créditos de sus clientes. Al tener que inmovilizarlos para acceder a financiamiento a través del mercado de valores, simplemente las instituciones financiera dejarían de operar, con el significativo efecto que esto produciría en la economía del país.

Otros casos que evidencian los problemas que causa la determinación de los activos esenciales, es decir sin los cuáles no se podría dar cumplimiento al objeto social o al fin para el que fueron creados, son los de las compañías dedicadas a brindar servicios de asesoría. ¿Cuál es su activo esencial? La respuesta con seguridad es el capital humano, la experiencia, el portafolio de clientes y otros intangibles imposibles de determinar. ¿Estos elementos son gravables?

De esto se puede concluir que la utilización y aplicación de este tipo de resguardo únicamente frena el emprendimiento, el crecimiento de los emisores, el normal desenvolvimiento del mercado de valores y el desarrollo del país.

La realidad fáctica es que las normas estudiadas estancan las iniciativas legítimas y legales, no permiten que las compañías privadas o las entidades financieras accedan a fuentes de financiamiento adecuadas.

Con seguridad el propósito del Consejo Nacional de Valores al regular los resguardos y exigir la determinación de los activos esenciales, fue la búsqueda de protección al inversionista y precautelar sus derechos frente a posibles cambios en el objeto social y en el giro del negocio de la compañía que realiza una oferta de

emisión de obligaciones o de papel comercial. Al respecto, es conveniente mencionar que mal se podría iniciar un proceso de reforma del objeto social de una compañía o de disposición o sustitución de garantías, sin que medie previamente la autorización del representante de los obligacionistas y de la Superintendencia de Compañías o la Superintendencia de Bancos, según el caso.

La mejor forma de preservar los intereses de los inversionistas y la confianza pública que es el bien protegido en los mercados de valores, es la información oportuna y veraz. La peor manera de hacerlo es impidiendo el desarrollo de mecanismo manejados por instituciones reguladas y controladas, porque eso da lugar al crecimiento de la informalidad, la cual no es medible ni reporta ningún tipo de información.

Si el argumento es la protección del inversionista, necesidad vital en los mercados, no se entiende cuál es la razón para limitar o estigmatizar un posible cambio del objeto social o línea de negocio del emisor de los valores, si al momento de la emisión son sus activos los que están respaldando la emisión por la garantía general, es decir, sus activos existentes en ese momento, no los que espera tener, independientemente de la línea de negocio que la compañía tenga.

En esencia son los activos de la compañía y los flujos que éstos generan los que al momento de la emisión respaldan el cumplimiento de las obligaciones derivadas de los contratos de emisión de valores, no la actividad que dicho emisor tenga.

En la línea de buscar los mejores mecanismos de protección para los inversionistas, específicamente en emisiones de obligaciones de corto o largo plazo, debemos señalar que no es determinante que uno o varios activos

determinados por la junta de la compañía emisora, sean los mecanismos de garantía ideales, pues es la garantía general por su conformación y por eso está libre de discrecionalidades, la que reúne las mejores características para respaldar los intereses de los inversionistas.

La garantía general, mencionada en artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores, está encaminada a proteger a los inversionistas frente a posibles casos en los cuales la compañía emisora de valores incumpla sus obligaciones contraídas en el contrato de emisión. Consideramos que ésta fórmula fue estructurada tomando como criterio de protección el respaldo a los intereses de los inversionistas con los activos de la compañía. Partiendo de este presupuesto no se aprecia la necesidad de instrumentar otra especie de *"garantía general"* sobre los activos de la compañía que per se ya están gravados por disposición de la Ley. La figura del resguardo se encuentra con un enfoque inadecuado al ser desarrollada con la estructura propia de la garantía general, en el caso de nuestra normativa.

De conformidad a lo establecido en los literales c y g del artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores, es facultativo para un emisor de obligaciones dentro de su proceso de estructuración, el establecer la constitución de una garantía específica o de resguardos adicionales a la emisión.

No obstante, los resguardos constituyen el vínculo que permitiría la ejecución de la garantía general, pero el inconveniente dentro de la legislación es la definición del resguardo establecida en el numeral 1 de los artículos 11 del Capítulo III que trata de "Obligaciones de Largo Plazo", del Subtítulo I referente a "Valores", del Título III de "Oferta Pública de Valores", y 3 del Capítulo IV que trata

de "Papel Comercial", del Subtítulo I referente a "Valores", del Título III de "Oferta Pública de Valores" de la Codificación de Resoluciones del CNV, que como ya hemos señalado anteriormente, es confuso e inaplicable.

Momento de determinar los activos esenciales

La norma analizada²⁷ menciona que *"Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, la compañía deberá mantener resguardos a la emisión [...]".* Al respecto, es necesario señalar que este precepto es ambiguo al establecer el momento en el cual se deben determinar los activos esenciales, ya que, tal como está redactada la norma, se entiende que la determinación de los activos esenciales tiene que efectuarse al momento de que las obligaciones entren en circulación, no antes. No obstante, de acuerdo a los casos prácticos²⁸ que se han presentado la Dirección competente de la Superintendencia de Compañías revisa este requerimiento antes de proceder con la aprobación de una oferta

²⁷ Artículo 11 del Capítulo III que trata de "Obligaciones de Largo Plazo", del Subtítulo I, referente a "Valores", del Título III de "Oferta Pública de Valores", de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores:

"Art. 11.- Resguardos.- Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, la compañía deberá mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución de la junta general de socios o accionistas o el órgano de administración que ésta delegue para el efecto, deberá obligarse a:

1. Determinar los activos esenciales para el cumplimiento de su objeto social y no enajenar ni gravar dichos activos hasta por el monto de la emisión y hasta su redención total; [...]

Artículo 3 del Capítulo IV que trata de "Papel Comercial", del Subtítulo I, referente a "Valores", del Título III de "Oferta Pública de Valores", de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores:

"Art. 3.- Resguardos.- Los resguardos de la emisión de papel comercial que deberán constar en el programa, se refieren al establecimiento obligatorio, por parte del emisor, de medidas orientadas a mantener el valor de la garantía general, para lo cual la compañía emisora, mediante una resolución de la junta general de socios o el órgano de administración que ésta delegue, deberá obligarse a:

1. Determinar los activos esenciales para el cumplimiento de su objeto social y no enajenar ni gravar dichos activos hasta por el monto de la emisión, mientras esté vigente el programa de emisión del papel comercial [...].

²⁸ Dentro del Mercado de Valores, las empresas que generalmente toman la opción de emitir obligaciones, son empresas que representan un capital fuerte dentro de la economía del país, así por ejemplo, Instituciones Financieras, como Banco de la Producción S.A. PRODUBANCO; sociedades como: Acerías del Ecuador ADELCA C.A., Industrias Ales C.A., Compañía Casabaca S.A., entre otras, empresas que cuentan con un gran capital, físico, humano y financiero.

pública, momento en el que todavía no están en circulación las obligaciones, lo que constituiría una práctica contraria a la normativa.

Se ha analizado la estructura de los sistemas de garantía que rodean a las emisiones de obligaciones; análisis que ha sido realizado por ejemplo con la emisión de obligaciones de la compañía Zaimella del Ecuador, Casabaca, Adelca, Ales, entre otras, emisiones que han sido manejadas a través de la Casa de Valores Produvalores S.A. complemento del análisis legal conforme la normativa interna y los casos prácticos dentro del mercado de valores ecuatoriano.

Al contar con el tema de resguardos y activos esenciales en nuestra legislación surge la inquietud de que si en otras legislaciones cuentan con este tema en su normativa, para lo cual se citará la legislación colombiana, específicamente, la Resolución 400 de 1995, misma que transcribo la parte pertinente de las garantías en la "emisión y oferta pública de bonos", Título Cuarto, sección uno:

"[...]Artículo 1.2.4.7- GARANTÍAS Y OTROS ASPECTOS. De conformidad con el artículo 2.3.1.11. del Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores, una vez ejecutoriada la resolución mediante la cual se haya autorizado la emisión, el representante legal de la entidad emisora constituirá las respectivas garantías, si fuere el caso, y suscribirá el correspondiente contrato con el representante de los futuros tenedores de bonos. [...] ".²⁹

²⁹<http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/NormasyReglamentaciones/res400-95-fid.rtf>;

La legislación colombiana, en la parte pertinente de emisión de bonos, no trata de resguardos ni activos esenciales, únicamente regula que las emisiones deben contar con las garantías respectivas.

Con lo que respecta a la legislación peruana en la “Ley General de Sociedades”, en el Libro Cuarto que trata de Normas Complementarias, Sección Primera, referente a Emisión de Obligaciones, en el tema de garantías se dice lo siguiente:

“[...] Artículo 307º.- Garantías de la emisión.- Las garantías específicas pueden ser:

1. Derechos reales de garantía; o
2. Fianza solidaria emitida por entidades del sistema financiero nacional, compañías de seguros nacionales o extranjeras, o bancos extranjeros.

Independientemente de las garantías mencionadas, los obligacionistas pueden hacer efectivos sus créditos sobre los demás bienes y derechos de la sociedad emisora o del patrimonio de los socios, si la forma societaria lo permite. [...]”³⁰

En esta legislación, tampoco encontramos resguardos o activos esenciales en el tema de emisión de obligaciones, por lo que, esta legislación, así como la colombiana no son una base legal para que nuestra legislación cuente con el tema de resguardos.

Como podemos ver en estas legislaciones no se ha detectado la presencia ni desarrollo de figuras similares a los resguardos, es decir, que la tendencia legislativa nos da la pauta de que únicamente son utilizadas las figuras jurídicas de la garantía general y la garantía específica como respaldo en las emisiones de

³⁰ <http://www.congreso.gob.pe/ntley/lmagenes/Leyes/26887.pdf>

obligaciones. A comparación de nuestra legislación, en la que sí contamos con estas figuras jurídicas relacionadas a resguardos y activos esenciales, lo cual obstaculiza la emisión de obligaciones, al no tener claridad tanto el emisor como el propio órgano regulador y controlador del mercado de valores, el problema en sí, es que esta norma detuvo las emisiones en curso. En un momento dado se autorizaron únicamente emisiones comerciales y las emisiones de instituciones financieras se bloquearon.

2. Reformas a la Codificación de Resoluciones emitidas por el CNV

El numeral 1º del artículo 11 que trata de los Resguardos, constante dentro de la Sección I, Emisión y Oferta Pública de Valores, del Capítulo III, Obligaciones de Largo Plazo, Subtítulo I, de los Valores, Título III de la Oferta Pública de Valores de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores establecía lo siguiente:

“Art. 11.- Resguardos.- Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, la compañía deberá mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución de la junta general de socios o accionistas, deberá obligarse a: 1º. No enajenar los activos esenciales para el cumplimiento de su objeto social”

Posteriormente, mediante Resolución No. CNV-001-2007 de 21 de agosto del 2007 publicada en el Registro Oficial No. 167 de 11 de septiembre de 2007, el Consejo Nacional de Valores reformó el numeral 1º del artículo 11 que se menciona anteriormente en los términos que siguen:

“Art. 11.- Resguardos.- Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, la compañía deberá mantener resguardos a la emisión, para lo cual,

mediante una resolución de la junta general de socios o accionistas o del órgano de administración que ésta delegue para el efecto, deberá obligarse a: 1º. Determinar los activos esenciales para el cumplimiento de su objeto social y no enajenar ni gravar dichos activos hasta por el monto de la emisión y hasta su redención total”

Esta reforma no cambia el sentido ni la finalidad de tener un mercado expedito ni eficiente ya que con estas normas se sigue limitando a la emisión de obligaciones; así, al no contar con conceptos reales ni mecanismos definidos y específicos que permitan que el emisor no se estanque dentro de un mercado, las únicas opciones que se cuenta para conseguir liquidez dentro de un negocio son los créditos otorgados por las instituciones Financieras.

La normativa ha avanzado con una nueva reforma, la cual se detalla en el siguiente punto:

3. Medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas

Mediante Resolución No. CNV-003-2008 de 20 de noviembre de 2008, publicada en el Registro Oficial No. 492 del 19 de diciembre de 2008 el Consejo Nacional de Valores, sustituyó el primer inciso y el numeral 1 del artículo 11 de los “Resguardos”, Sección I “Emisión y oferta pública de valores”, Capítulo III “Obligaciones de Largo plazo”, Subtítulo I “Valores”, Título III “Oferta Pública de Valores” de la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, por los siguientes textos:

*“Art. 11.- Resguardos.- Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y/o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, que en el caso de una compañía será la junta general de socios o accionistas, o el órgano de administración que esta delegue, deberá obligarse a: 1º. **Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas**”.*

Sigue siendo inaplicable la reforma al numeral 1º del artículo 11 cuando se impone que la junta general de socios o accionistas o el órgano respectivo que esta señalare se encargue de determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor.

La determinación de estas medidas resulta totalmente discrecional por parte del emisor y bien puede parecerlo así para la entidad de control. Cito como ejemplo que esta clase de medidas podrían ser:

- a. Impulsar los procesos que permitan al emisor obtener una norma ISO respecto de las actividades que realiza;
- b. Procurar durante el tiempo de la emisión alianzas estratégicas con entidades afines a las del emisor que permitan la consolidación de éste en el mercado;
- c. Mantener estándares de calidad en cuanto al objeto, razón por la cual es ambiguo también el hecho

No cabría que los emisores se impongan obligaciones de no hacer que quizás coarten los derechos de los accionistas o socios, por ejemplo, mal puede determinarse como medida que la compañía no se fusione con otras; que no

amplíe su segmento de mercado en bienes o productos distintos a los que está acostumbrada a ofertar; que no sustituya a los administradores actuales sino que se los reelija.

Igualmente, no puede determinarse como medida el hecho de generar un porcentaje mínimo de utilidades anuales; que se incremente la fuerza laboral; que se realice una campaña de publicidad y mercadeo masivo en medios de comunicación, etc.

Finalmente, esta reforma tampoco da una solución al tema de los resguardos ya que el problema, a más de ya tener garantías generales y específicas, exige que la emisión de obligaciones está amparada con resguardos, los mismos que ya forman parte de un todo y a más de eso se cuanta con garantías específicas; el ente normativo, en este caso el Consejo Nacional de Valores, impone una norma sin que esta tenga conceptos claros y procedimientos definidos con los cuales el mercado tenga una propuesta o una línea de negocio clara, eficiente y transparente; regresamos a un inicio en el cual existe una norma que ni el emisor, ni el órgano de control, ni el órgano regulador sabe que objetivo tiene el contar con resguardos y activos esenciales, su definición y procedimiento de aplicación; siendo así, personalmente concluyo que el interés del Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías tenían la única y final intención de proteger al inversionista frente a los emisores, pero sin darse cuenta que dichos activos esenciales ya forman parte de un todo y no se puede gravar dos veces a la vez los mismos bienes.

El problema como tal es que el mismo órgano de control no entiende el concepto de la norma y no considera los inconvenientes que a futuro tendrán los

participantes del mercado al contar con una norma confusa y con normas que se contraponen una con otra.

Lo que los participantes necesitan son normas claras, transparentes y que agilicen los procesos en los que intervienen; está claro que a más de esto se busca precautelar la seguridad de los mismos, que para mi opinión, con el tema de los resguardos, no se brinda más seguridad ni se está garantizando con mayor fuerza a los inversionistas, ya que para eso se cuenta con la garantía general, es decir, todos los activos del emisor; y si se desea con la garantía específica, la misma que puede ser una hipoteca o prenda que da más fuerza para precautelar los intereses del inversionista; pero al ya tener todos los activos del emisor como garantías en la emisión, ¿qué se busca con los resguardos y activos esenciales? ¿Más seguridad para el inversionista? Pero, ¿los activos esenciales no forman parte del todo de los activos del emisor? Es por estas razones por las que se encuentra innecesaria la aplicación de resguardos y activos esenciales, ya que en la práctica estos activos esenciales forman parte de un todo que son los bienes del emisor; es por lo que también es indispensable contar con normas claras, precisas, no amplias ni discrecionales; y, procedimientos totalmente aplicables a la realidad del mercado.

Es importante tener en cuenta que tanto los participantes del mercado, el Consejo Nacional de Valores y la entidad de control formen un equipo, el mismo que tendría mejores resultados si trabajasen juntos, analizando las normas actuales, las posibles reformas, cuáles son y serían los resultados de las mismas; así tendríamos resultados ágiles, directos y precisos.

CAPÍTULO III

Finalmente es este capítulo daremos conclusiones referentes a la norma vigente y las recomendaciones correspondientes; de igual manera brindaremos reformas a la norma para que ésta sea un camino idóneo para el mercado de valores ecuatoriano, tanto para el emisor como para el obligacionista; para que exista un mercado transparente, eficaz y confiable

Conclusiones

- La utilización y aplicación de este tipo de resguardo únicamente frena el emprendimiento, el crecimiento de los emisores, el normal desenvolvimiento del mercado de valores y el desarrollo del país, ya que las grandes empresas que cuentan con un fuerte capital físico, humano y financiero son las sociedades que ven como una oportunidad de liquidez y crecimiento a la emisión de obligaciones; así por ejemplo: Acería del Ecuador C.A. ADELCA, Industrias ALES C.A., CASABACA S. A., Ecuador Bottling Company, Zaimella del Ecuador S.A. y otras se han visto limitadas en iniciar emisiones por la norma sobre activos esenciales.
- Las normas estudiadas estancan las iniciativas legítimas y legales, no permiten que las compañías, las entidades financieras o los organismos de régimen seccional autónomo, accedan a fuentes de financiamiento adecuadas.
- Las disposiciones referentes a los resguardos emitidas por el Consejo Nacional de Valores ocasionan confusiones, retraso en los procesos y hasta podrían ocasionar inseguridad en el mercado.

- Existe contraposición entre las normas de la Ley de Mercado de Valores y la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, tomando en cuenta que una resolución no puede contraponer con una ley; lo que sucede en este caso, siendo así toda norma que trate de resguardos debe ser derogada; idea que mantiene el Consejo Nacional de Valores después de varias reuniones con los participantes del mercado.
- La mejor forma de preservar los intereses de los inversionistas y la confianza pública que es el bien protegido en los mercados de valores, es la información oportuna y veraz.
- Los activos de la compañía y los flujos que éstos generan son los que al momento de la emisión respaldan el cumplimiento de las obligaciones derivadas de los contratos de emisión de valores, no la actividad que dicho emisor tenga.
- No se considera determinante que uno o varios activos determinados por la junta de la compañía emisora sean el mecanismo de garantía ideal.
- La garantía general por su conformación y por estar libre de discrecionalidades es la que reúne las mejores características para respaldar los intereses de los inversionistas.
- La garantía general está encaminada a proteger a los inversionistas frente a posibles casos en los cuales la compañía emisora de valores incumpla sus obligaciones contraídas en el contrato de emisión.
- La estructura de los sistemas de garantía que rodean a las emisiones de obligaciones tanto en la normativa interna como en legislación comparada,

especialmente aquella de algunos países iberoamericanos, no contempla la presencia ni desarrollo de figuras similares a los resguardos.

- La tendencia legislativa nos da la pauta de que únicamente son utilizadas las figuras jurídicas de la garantía general, la garantía específica y, la garantía flotante (inventarios) como respaldo en las emisiones de obligaciones.
- El Ecuador debe acoplarse a las tendencias mundiales a fin de estandarizar instituciones jurídicas, que engloben las normas a nivel internacional, contar con regulaciones generales en el aspecto bursátil, para poder ampliar las fronteras con el mercado de valores ecuatoriano.
- Al momento de implantar la legislación no se consideran conceptos ni procedimientos lo cual no permite avanzar en el mercado.
- Dentro del tema de los resguardos, el Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías, no consideraron los posibles futuros inconvenientes que se viven día a día en la emisión de obligaciones, quisieron brindar seguridad y transparencia pero lo que se logró fue estancar el propio mercado.
- Las normas aplicadas en este ámbito se las puede considerar como trabas para el desarrollo efectivo de una emisión de obligaciones.

Recomendaciones

Finalmente al concluir con un análisis de las normas tanto en la Ley de Mercado de Valores como en la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, se concluye que la intención del legislador es proteger a los

inversionistas con un mercado ágil, eficiente y transparente, pero el órgano controlador y regulador del Mercado de Valores no tomaron en cuenta que la vía con lo que respecta a los resguardos no era la más eficiente ya que la normativa aplicable no se encuentra definida tanto en conceptos como en procedimientos de aplicación; es por esto que se propone derogar la norma expedida por el Consejo Nacional de Valores relacionada a Resguardos; ya que los inversionistas están totalmente protegidos con la garantía general y garantías específicas dadas por el emisor. Si ya se tiene como garantía la totalidad de los bienes no gravados del emisor, ¿con qué otros bienes se pueden garantizar a los inversionistas? A lo largo de este trabajo se ha brindado las razones suficientes que fundamentan la derogación de las normas referentes a resguardos y precisamente la principal es que si se cuenta como garantía la totalidad de los bienes del emisor ¿para que se necesita determinar activos esenciales o medidas orientadas a precautelar el cumplimiento del objeto social del emisor?; si una persona cuenta como garantía con un todo, de qué le sirve tener otra garantía que solo sea una parte de esa totalidad de bienes y que no se la puede determinar claramente en cada caso razón suficiente para esperar que se deroguen las normas citadas referentes a resguardos.

La función fundamental de todo partícipe del mercado de valores, especialmente la de los órganos reguladores, es promoverlo, a fin de que éste se convierta en la primera opción para el financiamiento y la inversión.

Sin embargo, con la promulgación y aplicación de normas como a las que se hace referencia en este trabajo de investigación, se tiene como resultado la creación de trabas al normal desenvolvimiento del mercado de valores, deteniendo

el financiamiento de las empresas y por consiguiente, frenando la inversión en bolsa y el crecimiento del mercado de capitales.

Con fundamento en los argumentos antes expuestos se propone derogar las disposiciones determinadas en el capítulo II de este documento y todas las que guardan relación con éstos.

En concreto se propone la derogatoria de la referencia al resguardo contenido en los numerales 1 del artículo 11 del Capítulo III y del artículo 3 del Capítulo IV, ambos del subtítulo I, del Título III de la Codificación expedida por el Consejo Nacional de Valores.

De la misma manera, se propone la derogación de las normas dictadas que guardan relación con la figura de los "activos esenciales".

BIBLIOGRAFÍA

- Constitución de la República del Ecuador, Registro oficial 449 de 20 de octubre de 2008.
- Codificación del Código Civil, 2005.
- Codificación del Código de Procedimiento, 2005.
- Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.
- Ley de Mercado de Valores.
- Reglamento a la Ley de Mercado de Valores.
- Codificación de Resoluciones emitidas por el Consejo Nacional de Valores, CNV- 2007.
- Varios Autores, *Enciclopedia Jurídica Omeba*, Buenos Aires, Editorial Driskill S.A., 1982.
- Cabanellas, Guillermo y Luis Castillo, *Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual*, Buenos Aires, Editorial Heliasta S.R.L, 1979.
- Fernández Arnesto, Juan y Luis de Carlos Beltrán, *El Derecho de Mercado Financiero*, Madrid, Editorial Civitas S.A., 1992.
- Pedro Gutiérrez F., *Los Fideicomisos y las Obligaciones Negociables*, Mendoza, Ediciones Jurídicas Cuyo, s.f.
- Santiago Andrade Ubidia, *Los Títulos Valor en el Derecho Ecuatoriano*, Quito, Editorial del Colegio de Jurisprudencia de la USFQ, Ed. 1°, 2002.
- Bonos, obligaciones o Debentures, Superintendencia de Compañías, Quito, 1999

- Gómez Leo, Oswaldo R., *Instituciones de Derecho Cambiario*, Buenos Aires, Tomo I Títulos de Crédito, 1982
- <http://www.derechocomercial.edu.uy/Ley16060SA05.htm>
- <http://www.societario.com/legislacion/lscapitulo2terceraparte.htm>
- <http://www.esperanza-unaf.com.ar/Comercial25.pdf>
- <http://www.bankwatchings.com/?op=seg&seg=40>
- <http://es.wikipedia.org/wiki/Garant%C3%ADa>

ANEXOS³¹

Anexo 1 – Características de la emisión

Anexo 2 – Minuta de emisión de obligaciones

Anexo 3 – Convenio de Representación de Obligacionistas

³¹ Lo referente a los anexos no han sido extraídos de ninguna página web ni de ningún texto bibliográfico son documentos de emisiones de obligaciones realizadas en la Casa de Valores Produvalores S.A., lugar donde presto mis servicios profesionales como abogada. Estos anexos constituyen formatos preestablecidos dentro del Mercado de Valores, ya que cumplen con los requisitos necesarios para contar con la respectiva autorización de la Superintendencia de Compañías para la emisión de obligaciones.

ANEXO 1

1. CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

1.1. Fecha del Acta de la Junta General de Accionistas que resolvió la emisión

La Junta General Extraordinaria de Accionistas que resolvió la presente emisión tuvo lugar el día 14 de Diciembre de 2007 en la ciudad de Quito, Ecuador. En la misma Junta, entre otros asuntos, se aprobó la emisión de obligaciones hasta por la suma de USD \$ 5'000.000,00 (cinco millones de dólares de los Estados Unidos de América), con las siguientes características generales: Plazo de hasta 1.440 días (4 años) y con Garantía General; y, delegó al Directorio de la Compañía la definición de las condiciones específicas de la emisión, así como la determinación de los activos esenciales para el cumplimiento del objeto social.

1.2. Clases, Montos y Plazos

El monto total de la emisión es de USD \$ 4'000.000,00 (Cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América con 00/100), de la Clase C, de acuerdo al siguiente detalle:

Clase C, Serie 1	Monto:	USD \$ 2'000.000,00
Clase C, Serie 2	Monto	USD \$ 1'000.000,00
Clase C, Serie 3	Monto	USD \$ 1'000.000,00

El plazo de las obligaciones de la Clase C será de cuatro años (1.440 días).

1.3. Unidad Monetaria

Para las obligaciones de la Clase C, la unidad monetaria será el Dólar de los Estados Unidos de América.

1.4. Número y Valor Nominal de las Obligaciones

Clase C Serie 1

Número de Títulos:	40
Valor Nominal de Cada Título:	USD \$ 50.000,00
Numeración de los Títulos	Del 001 al 040 inclusive
Número de Cupones de Capital:	16
Numeración de los Cupones de Capital:	Del 01 al 16 inclusive
Número de Cupones de Interés:	16
Numeración de los Cupones de Interés:	Del 01 al 16 inclusive
Valor de los Cupones de Capital:	USD \$ 3.125,00 cada uno

Clase C Serie 2

Número de Títulos:	40
Valor Nominal de Cada Título:	USD \$ 25.000,00
Numeración de los Títulos:	Del 001 al 040 inclusive
Número de Cupones de Capital:	16
Numeración de los Cupones de Capital:	Del 01 al 16 inclusive
Número de Cupones de Interés:	16
Numeración de los Cupones de Interés:	Del 01 al 16 inclusive
Valor de los Cupones de Capital:	Del 01 al 16 inclusive:

USD \$ 1.562,50 cada uno

Clase C Serie 1

Número de Títulos:	100
Valor Nominal de Cada Título:	USD \$ 10.000,00
Numeración de los Títulos:	Del 001 al 100 inclusive
Número de Cupones de Capital:	16
Numeración de los Cupones de Capital:	Del 01 al 16 inclusive
Número de Cupones de Interés:	16
Numeración de los Cupones de Interés:	Del 01 al 16 inclusive
Valor de los Cupones de Capital:	Del 01 al 16 inclusive: USD \$ 625,00 cada uno

Los títulos representativos de obligación de la Clase C serán emitidos al portador y estarán autorizados con la firma del Presidente Ejecutivo de [REDACTED] S.A.

1.5. Tasa de Interés y Forma de Reajuste

La Tasa de Interés que pagarán las obligaciones de la Clase C Series 1, 2 y 3 será la equivalente a la Tasa libor de 3 meses publicada por Bloomberg vigente al cierre del día laborable inmediatamente anterior al día de la puesta en circulación de los títulos representativos de las obligaciones, más un factor equivalente a 5,0 puntos porcentuales.

La Tasa de Interés de las obligaciones de la Clase C Series 1,2 y 3 se reajustará de manera trimestral en base a Tasa libor libor de 3 meses publicada por Bloomberg vigente al cierre del día laborable inmediatamente anterior al vencimiento de los cupones de interés, más un factor equivalente a 5,0 puntos porcentuales, de acuerdo al siguiente detalle: a los noventa (90), ciento ochenta (180), doscientos setenta (270), trescientos sesenta (360), cuatrocientos cincuenta (450), quinientos cuarenta (540), seiscientos treinta (630), setecientos veinte (720), ochocientos diez (810), novecientos (900), novecientos noventa (990), un mil ochenta (1.080) días, un mil ciento setenta (1.170), un mil doscientos sesenta (1.260) y un mil trescientos cincuenta (1.350) días a partir de su fecha de emisión.

1.6. Fecha a partir de la cual los tenedores de los Títulos empezarán a ganar intereses

Será la fecha -valor en la que los títulos sean negociados en forma primaria.

1.7. Fecha de Emisión

La fecha de emisión de las obligaciones será la fecha-valor en la que los títulos sean negociados en forma primaria.

1.8. Forma de Pago de Intereses

El pago de intereses de las obligaciones de la Clase C se realizará mediante la emisión de cupones al portador. Cada uno de los cupones de interés contendrá el número del título de obligación al que corresponda.

El pago de intereses se realizará a la presentación de los cupones respectivos, de forma trimestral, a partir de transcurridos noventa (90) días contados desde la fecha de emisión de los títulos de obligación. Cada obligación estará representada por un título conteniendo diez y seis (16) cupones de interés desprendibles, numerados desde el uno (1) al diez y seis (16) inclusive, con vencimientos, el primero a los noventa (90) días, el segundo a los ciento ochenta (180), el tercero a los doscientos setenta (270), el cuarto a los trescientos sesenta (360), el quinto a los cuatrocientos cincuenta (450), el sexto a los quinientos cuarenta (540), el séptimo a los seiscientos treinta (630), el octavo a los setecientos veinte

(720), el noveno a los ochocientos diez (810), el décimo a los novecientos (900), el undécimo a los novecientos noventa (990), el duodécimo a los un mil ochenta (1.080) días, el decimotercero a los un mil ciento setenta (1.170), el decimocuarto un mil doscientos sesenta (1.260), el decimoquinto un mil trescientos cincuenta (1.350) y el decimosexto a los un mil cuatrocientos cuarenta (1.440) días a partir de su fecha de emisión.

Para establecer la fecha de pago de los intereses, la forma de cálculo que se tomará como referencia es la base de 360/360.

En caso de que el vencimiento de un cupón coincida con una fecha no laborable, el pago se realizará el día laborable inmediatamente siguiente a esa fecha, sin que ello implique el reconocer algún valor adicional.

1.9. *Pago de Capital*

La amortización del capital de las obligaciones se realizará mediante la emisión de cupones de capital al portador. Cada uno de los cupones de capital contendrá el número del título de obligación al que corresponda.

El pago del capital de los títulos de obligación de la Clase C, Series 1, 2 y 3 se realizará en diez y seis (16) pagos iguales y sucesivos, a la presentación de los cupones respectivos, de forma trimestral, y a partir de transcurridos noventa (90) días contados desde la fecha de emisión de los títulos de obligación. Cada obligación estará representada por un título conteniendo diez y seis (16) cupones de interés desprendibles, numerados desde el uno (1) al diez y seis (16) inclusive, con vencimientos, el primero a los noventa (90) días, el segundo a los ciento ochenta (180), el tercero a los doscientos setenta (270), el cuarto a los trescientos sesenta (360), el quinto a los cuatrocientos cincuenta (450), el sexto a los quinientos cuarenta (540), el séptimo a los seiscientos treinta (630), el octavo a los setecientos veinte (720), el noveno a los ochocientos diez (810), el décimo a los novecientos (900), el undécimo a los novecientos noventa (990), el duodécimo a los un mil ochenta (1.080) días, el decimotercero a los un mil ciento setenta (1.170), el decimocuarto un mil doscientos sesenta (1.260), el decimoquinto un mil trescientos cincuenta (1.350) y el decimosexto a los un mil cuatrocientos cuarenta (1.440) días a partir de su fecha de emisión.

En caso de que el vencimiento de un cupón coincida con una fecha no laborable, el pago se realizará el día laborable inmediatamente siguiente a esa fecha, sin que ello implique el reconocer algún valor adicional.

1.10. *Agente Pagador*

Actuará como agente pagador de la presente emisión el Banco de la Producción S.A. Produbanco.

1.11. *Lugar y Forma de Pago*

El pago de los títulos de obligación y sus respectivos cupones se efectuará en las oficinas de Banco de la Producción S.A. PRODUBANCO en las siguientes localidades:

Quito: Av. Amazonas N35-211 y Japón

Guayaquil: XXXXXXXXXX

La forma de pago será mediante cheque o crédito en cuenta.

1.12. *Clase de Garantía*

La presente emisión de obligaciones estará respaldada por Garantía General, en los términos de la Ley de Mercado de Valores y demás normas aplicables.

1.13. *Destino de los recursos a captar*

Los recursos obtenidos de la presente emisión de obligaciones serán destinados para proyectos de inversión y para capital de trabajo de la compañía emisora.

1.14. *Limitaciones al Endeudamiento de la compañía*

No se establecen límites de endeudamiento en la presente emisión de obligaciones.

1.15. *Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones a las que se sujetará el emisor*

La compañía [REDACTED], en su calidad de emisor, se compromete a mantener los siguientes resguardos durante la vigencia de la presente emisión:

1. Mantener el indicador de liquidez que se detalla a continuación con una relación mayor o igual a 1.25. La fórmula de cálculo del mencionado indicador es la que sigue:

$$\frac{\text{EBITDA} - \text{IMPTO. A LA RENTA} + \text{CAJA INICIAL} + \text{INVERSIONES}}{\text{SERVICIO DE DEUDA}} \geq 1.25$$

El Servicio de Deuda será igual a las amortizaciones corrientes de capital de la deuda más los intereses pagados en el período, excluyendo las pre-cancelaciones y las amortizaciones de capital correspondientes a deuda contratada como de corto plazo hasta un 15% de las ventas netas.

2. Mantener el indicador de solvencia que se detalla a continuación con un valor menor a 4. La fórmula de cálculo del mencionado indicador es la que sigue:

$$\frac{\text{PASIVO TOTAL}}{\text{EBITDA}} < 4$$

[REDACTED] S.A. conformaría un fondo de liquidez, el mismo que se iría alimentando de forma trimestral con el objeto de cubrir los requerimientos para pago de capital e intereses correspondientes a la Clase C, Series 1, 2 y 3, en los períodos en los cuales la relación del indicador de liquidez pudiera ser inferior a lo establecido en el punto 1 de este apartado, calculado a trimestre vencido

1.16. *Sistema de Colocación, Agente Asesor y Colocador.*

La colocación de las obligaciones se realizará discrecional e indistintamente a través del mercado bursátil. Actúa como Agente Asesor y Colocador de la presente emisión Casa de Valores Produvalores S.A.

1.17. *Sistema de Sorteos y Rescates anticipados*

[REDACTED] S.A. se podrá realizar cancelaciones anticipadas de los valores objeto de la presente emisión. Para tal efecto, publicará una convocatoria a los

obligacionistas con 8 días laborables de anticipación, por medio de un periódico de circulación nacional, indicando la fecha prevista para el rescate, el precio máximo del mismo y el monto nominal de los valores a rescatarse.

En caso de existir obligacionistas que opten por no acogerse a la cancelación anticipada, sus títulos de obligaciones seguirán manteniendo las condiciones iniciales de la emisión.

1.18. *Contrato de Underwriting*

La presente emisión de obligaciones no contempla un contrato de underwriting.

1.19. *Representante de los Obligacionistas*

El Representante de los Obligacionistas será la compañía [REDACTED] representada por el señor [REDACTED]

Dirección: [REDACTED]

Telefax: [REDACTED]

e-mail: [REDACTED]

1.20. *Resumen del Convenio de Representación de los Obligacionistas*

Celebrado entre la Compañía [REDACTED] en calidad de "EMISOR"; y la compañía [REDACTED]

La Junta General Extraordinaria con carácter de Universal de Accionistas de la Compañía [REDACTED] ha resuelto unánimemente realizar la emisión de obligaciones de la Compañía por la suma de hasta CINCO MILLONES DE DOLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA (US\$ 5'000.000,00), de conformidad con las características y condiciones adoptadas en dicha Junta, y autorizó al señor Directorio y éste a su vez al Presidente Ejecutivo para que determine aquellas condiciones de la emisión que no hayan sido establecidas por ella, conforme consta de la condiciones establecidas en el prospecto respectivo.

En virtud de lo anterior el EMISOR, la Compañía [REDACTED], designa a la compañía [REDACTED] a fin de que tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses de los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total. El REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS actuará por el bien y defensa de los derechos de los obligacionistas bajo responsabilidad fiduciaria. La gestión de este encargo queda sujeta a las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores y demás Reglamentos pertinentes.

Las OBLIGACIONES Y FACULTADES DEL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS son las establecidas en el contrato y la Ley.

La asamblea de obligacionistas está constituida por los tenedores de la emisión de obligaciones, y le corresponde.

- 1) Aprobar el informe de gestión del representante de los obligacionistas, sobre el cumplimiento de sus obligaciones;
- 2) Designar nuevo representante de los obligacionistas, si lo estimare conveniente, conforme lo establecido en el Art. 168 letra b) de la Ley de Mercado de Valores;
- 3) Confirmar al representante de los obligacionistas designado por el emisor en la escritura del contrato de emisión, si lo estimare conveniente;

4) Autorizar modificaciones al contrato de emisión propuestas por el emisor, con los dos tercios de los votos pertenecientes a los instrumentos de la emisión correspondiente y, que no fueran de aquellas en que el representante de los obligacionistas tiene facultades propias; Se requerirá de la resolución unánime de los obligacionistas para efectuar modificaciones que afecten las tasas de interés o su forma de reajuste, el plazo y forma de pago de intereses, modificación de garantías o modalidad de pago, contempladas en el contrato original;

Los acuerdos legalmente adoptados por la asamblea serán de aceptación obligatoria para todos los obligacionistas.

Se podrá convocar a las asambleas de los obligacionistas, en los casos establecidos en el contrato.

En todo caso, para que la comunidad de obligacionistas pueda, en primera como en segunda convocatoria, resolver la sustitución de su representante, requerirá del voto favorable de los titulares de más del cincuenta por ciento de las obligaciones en circulación.

Las obligaciones del EMISOR son las establecidas en el contrato de representación y las estipuladas en la Ley.

El EMISOR pagará al momento de la firma del contrato, al REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS los honorarios por la realización de las actividades previstas en el contrato de representación.

El REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS no tendrá ninguna responsabilidad ni aún a título solidario o garantía por obligaciones tributarias, laborales, civiles o de cualquier otra naturaleza que el EMISOR tenga o llegare a tener o a contraer por mandato de la Ley o contractualmente, aún cuando tales obligaciones se deriven, directa o indirectamente, con la emisión de obligaciones antes referida y objeto del presente convenio, pues su participación se extiende, única y exclusivamente, a lo estipulado en este instrumento.

El contrato de representación de obligacionistas estará vigente por el plazo de la emisión de las obligaciones y hasta su cancelación total.

Todos los impuestos, gastos generales, honorarios y costos que se generen como consecuencia de la celebración del contrato de representación de obligacionistas y por el cumplimiento de las facultades y obligaciones del REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS, serán de cargo y cuenta del EMISOR, contra la presentación de la correspondiente factura.

Toda controversia o diferencia derivada del contrato de representación de obligacionistas será resuelta con la asistencia de un mediador del Centro de Arbitraje y Mediación de la Cámara de Comercio de Quito.

1.21. *Facultades y Obligaciones de los Obligacionistas*

Las Facultades y Obligaciones de los Obligacionistas son las que se derivan de la suscripción del contrato de emisión de obligaciones, las consagradas en el convenio de representación de obligacionistas y las constantes en la Ley de Mercado de Valores, y demás normas aplicables. El procedimiento para el reemplazo, remoción y elección de un nuevo representante de los obligacionistas, en caso de ser requerido, se sujetará a las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos.

1.22. *Facultades y Obligaciones del Emisor*

Las Facultades y Obligaciones del Emisor son que se derivan de la suscripción del contrato de emisión de obligaciones, las consagradas en el convenio de representación de obligacionistas, las constantes en la Ley de Mercado de Valores, y demás normas aplicables. El emisor no tendrá obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones durante la emisión, sino aquellas que las establecidas en la Ley para protección de los obligacionistas.

ANEXO 2

SEÑOR NOTARIO:

En el registro de escrituras públicas a su cargo sírvase incorporar una de emisión de obligaciones al tenor de las cláusulas que siguen:

CLÁUSULA PRIMERA.- COMPARECIENTE:

Interviene en la celebración del presente instrumento la compañía [REDACTED], en adelante simplemente [REDACTED] o la EMISORA, una sociedad ecuatoriana, domiciliada en Quito, sujeta al control y vigilancia de la Superintendencia de Compañías, representada en este acto por el señor [REDACTED], quien actúa en calidad de Presidente y como tal representante legal de la sociedad, calidad que la acredita con el nombramiento que como habilitante se adjunta. El compareciente, por los derechos que representa declara ser legalmente capaz y hábil para contratar.

CLÁUSULA SEGUNDA.- ANTECEDENTES PARA LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES:

Dos punto uno.- De la constitución, reformas estatutarias, domicilio y dirección de la EMISORA:

Mediante escritura pública celebrada el [REDACTED] ante el Notario [REDACTED] de Quito, Dr. [REDACTED] e inscrita en el Registro Mercantil del mismo cantón el [REDACTED] se constituyó la compañía [REDACTED] con domicilio principal en la ciudad de Quito, provincia de Pichincha.

[REDACTED] reformó sus Estatutos Sociales, mediante escritura pública otorgada ante el Notario Vigésimo Noveno del Cantón Quito, Doctor Rodrigo Salgado Valdez, el día [REDACTED], acto que fue inscrito en el Registro Mercantil de Quito, el día [REDACTED].

Dos punto dos.- Del objeto social y del plazo de duración de la EMISORA:

El objeto social de la EMISORA es la fabricación, comercialización, distribución, representación, importación y exportación de productos de uso higiénico. El plazo de duración de la compañía [REDACTED] vence en cincuenta años contados a partir de la fecha de constitución, es decir, en el año dos mil cuarenta y cinco.

Dos punto tres.- De la autorización de la Junta General de Accionistas para la emisión de obligaciones:

La Junta General de Accionistas de [REDACTED] en sesión extraordinaria celebrada en Quito el catorce de diciembre del dos mil siete resolvió autorizar la emisión de obligaciones de la compañía hasta por la cantidad de cinco millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD. 5'000.000,00), con garantía general y con un plazo de hasta mil cuatrocientos cuarenta días (1.440) o su equivalente a cuatro (4) años. Dicha Junta delegó al Directorio de la EMISORA que defina las condiciones específicas de la emisión así como la determinación de los activos esenciales tal como lo dispone la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores. De igual forma, se autorizó al señor Giovanni Carlos Di Mella Vespa para que suscriba la escritura pública emisión y presente los documentos que sean necesarios ante los organismos de control respectivos.

Dos punto cuatro.- Términos y condiciones de la emisión de obligaciones:

- a. **Monto de la emisión, clases, series y plazos de las obligaciones.**- El monto total de la emisión es de cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD. 4'000.000,00) y se emitirán obligaciones de una sola clase que será la "C" con tres números de series, a saber, uno (1), dos (2) y tres (3) conforme los siguientes parámetros: Clase C, Serie Uno (1) por un monto de dos millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD. 2'000.000,00); Clase C, Serie Dos (2) por un monto de un millón de dólares de los Estados Unidos de América (USD. 1'000.000,00); y, Clase C, Serie Tres (3) por un monto de un millón de dólares de los Estados Unidos de América (USD. 1'000.000,00). La numeración y el valor nominal de los títulos será de la siguiente manera: Clase C Serie Uno: cuarenta (40) títulos con valor nominal de cincuenta mil dólares de los Estados Unidos de América (USD. 50.000,00) cada uno, numerados desde el cero cero uno hasta el cuarenta inclusive, con un número de cupones de dieciséis, la numeración de los cupones de capital va desde el cero uno al dieciséis inclusive, el número de cupones de interés es de dieciséis, la numeración de los cupones de interés va desde el cero uno al dieciséis inclusive, y, el valor de los cupones de capital es de tres mil ciento veinticinco dólares de los Estados Unidos de América (USD. 3.125,00) cada uno; Clase C Serie Dos: cuarenta (40) títulos con valor nominal de veinticinco mil dólares de los Estados Unidos de América (USD. 25.000,00) cada uno, numerados desde el cero cero uno hasta el cuarenta inclusive, con un número de cupones de dieciséis, la numeración de los cupones de capital va desde el cero uno al dieciséis inclusive, el número de cupones de interés es de dieciséis, la numeración de los cupones de interés va desde el cero uno al dieciséis inclusive, y, el valor de los cupones de capital es de un mil quinientos sesenta y dos con cincuenta centavos de dólares de los Estados Unidos de América (USD. 1.562,50) cada uno; y, Clase C Serie Tres: cien (100) títulos con valor nominal de diez mil dólares de los Estados Unidos de América (USD. 10.000,00) cada uno, numerados desde el cero cero uno hasta el cien inclusive, con un número de cupones de dieciséis, la numeración de los cupones de capital va desde el cero uno al dieciséis inclusive, el número de cupones de interés es de dieciséis, la numeración de los cupones de interés va desde el cero uno al dieciséis inclusive, y, el valor de los cupones de capital es de seiscientos veinticinco dólares de los Estados Unidos de América (USD. 625,00) cada uno.
- b. **Unidad monetaria.**- La unidad monetaria en que se expresa la presente emisión de obligaciones es en dólares de los Estados Unidos de América.
- c. **Rendimiento.**- La tasa de interés que pagarán las obligaciones de la clase "C", serie uno, dos y tres será equivalente a la tasa libor de tres meses publicada por Bloomberg, vigente al cierre del día laborable inmediatamente anterior al día de la emisión de los títulos representativos de las obligaciones, mas un factor equivalente a cinco (5,0) puntos porcentuales. La tasa de interés se reajustará en base a la tasa libor de tres meses publicada por Bloomberg vigente al cierre del día laborable inmediatamente anterior al vencimiento de los cupones de interés, más un factor equivalente a cinco (5,0) puntos porcentuales, de acuerdo al siguiente detalle: a los noventa (90) días, ciento ochenta (180) días, doscientos setenta (270) días, trescientos sesenta (360) días, cuatrocientos cincuenta (450) días, quinientos cuarenta días (540), seiscientos treinta (630) días, setecientos veinte (720) días, ochocientos diez (810) días, novecientos (900) días, novecientos noventa (990) días, un mil ochenta (1.080) días, un mil ciento setenta (1.170) días, un mil doscientos sesenta días (1.260), y, un mil trescientos cincuenta (1.350) días a partir de su fecha de emisión.
- d. **Fecha a partir de la cual los tenedores de los títulos empezarán a ganar intereses.**- Será la fecha valor en la que los títulos sean negociados en forma primaria.
- e. **Fecha de emisión.**- La fecha de emisión de las obligaciones será la fecha valor en la que los títulos sean negociados en forma primaria.

f. **Forma de pago de los intereses.**- El pago de intereses se realizará mediante la emisión de cupones al portador, los mismos que contendrán la numeración de los títulos de obligación a los que correspondan. El pago de intereses se realizará a la presentación de los cupones respectivos, de forma trimestral a partir de transcurridos de transcurridos noventa (90) días contados desde la fecha de emisión de la obligación. Cada obligación estará representada por un título conteniendo dieciséis (16) cupones de interés desprendibles, numerados desde el uno (1) al dieciséis (16) inclusive, con vencimientos, el primero a los noventa (90) días, el segundo a los ciento ochenta (180) días, el tercero a los doscientos setenta (270) días, el cuarto a los trescientos sesenta (360) días, el quinto a los cuatrocientos cincuenta (450) días, el sexto a los quinientos cuarenta (540) días, el séptimo a los seiscientos treinta (630) días, el octavo a los setecientos veinte (720) días, el noveno a los ochocientos diez (810) días, el décimo a los novecientos (900) días, el undécimo a los novecientos noventa (990) días, el duodécimo a los mil ochenta (1.080) días, el décimo tercero a los un mil ciento setenta (1.170) días, el décimo cuarto a los un mil doscientos sesenta (1.260) días, el décimo quinto a los un mil trescientos cincuenta (1.350) días, y, el décimo sexto a los un mil cuatrocientos cuarenta (1.440) días desde la fecha de emisión de la obligación. Para establecer la fecha de pago de los intereses, la forma de cálculo que se tomará como referencia es la base de trescientos sesenta trescientos sesenta (360/360). En caso de que el vencimiento de un cupón coincida con una fecha no laborable, el pago se realizará el día laborable inmediatamente siguiente a esa fecha, sin que ello implique el reconocer algún valor adicional.

g. **Pago de Capital.**- La amortización del capital de las obligaciones se realizará mediante cupones de capital al portador. Cada uno de los cupones de capital contendrá el número del título de obligación al que corresponda. El pago del capital se realizará previa a la presentación de los cupones respectivos, de acuerdo al siguiente detalle:

El pago de capital de los títulos de obligación de la clase "C", series uno (1), dos (2) y tres (3) se realizará en dieciséis (16) pagos trimestrales, iguales y sucesivos a partir de transcurridos noventa (90) días contados desde la fecha en que la obligación se ponga en circulación. Cada obligación estará representada por un título con dieciséis (16) cupones de capital desprendibles, numerados desde el uno (1) al dieciséis (16) inclusive, con vencimientos, el primero a los noventa (90) días, el segundo a los ciento ochenta (180) días, el tercero a los doscientos setenta (270) días, el cuarto a los trescientos sesenta (360) días, el quinto a los cuatrocientos cincuenta (450) días, el sexto a los quinientos cuarenta (540) días, el séptimo a los seiscientos treinta (630) días, el octavo a los setecientos veinte (720) días, el noveno a los ochocientos diez (810) días, el décimo a los novecientos (900) días, el undécimo a los novecientos noventa (990) días, el duodécimo a los mil ochenta (1.080), el décimo tercero a los un mil ciento setenta (1.170) días, el décimo cuarto a los un mil doscientos sesenta (1.260) días, el décimo quinto a los un mil trescientos cincuenta (1.350) días, y, el décimo sexto a los un mil cuatrocientos cuarenta (1.440) días desde la fecha de emisión de la obligación. En caso de que el vencimiento de un cupón coincida con una fecha no laborable, el pago se realizará el día laborable inmediatamente siguiente a esa fecha, sin que ello implique el reconocer algún valor adicional.

h. **Destino de los recursos a captar.**- Los recursos obtenidos de la presente emisión de obligaciones serán destinados para proyectos de inversión y para capital de trabajo de la compañía emisora.

i. **Sistema de colocación.**- La colocación de las obligaciones se realizará discrecional e indistintamente a través del mercado bursátil. Actúa como agente asesor y colocador de la presente emisión la compañía [REDACTED]

Dos punto cinco.- Indicación de la garantía:

La presente emisión de obligaciones estará respaldada por garantía general, en los términos de la Ley de Mercado de Valores, su Reglamento y la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

Dos punto seis.- Emisión de los títulos:

Los títulos son emitidos al portador y estarán autorizados con la firma del representante legal de la EMISORA.

Dos punto siete.- Sistema de sorteos y rescates anticipados:

La EMISORA podrá realizar cancelaciones anticipadas de los valores objeto de la presente emisión. Para tal efecto, publicará una convocatoria a los obligacionistas con ocho (8) días laborables de anticipación, por medio de un periódico de circulación nacional, indicando la fecha prevista para el rescate, el precio máximo del mismo y el monto nominal de los valores a rescatarse. En caso de existir obligacionistas que opten por no acogerse a la cancelación anticipada, sus títulos de obligaciones seguirán manteniendo las condiciones iniciales de la emisión.

Dos punto ocho.- Limitaciones al endeudamiento de la compañía:

No se establecen límites de endeudamiento en la presente emisión de obligaciones.

Dos punto nueve.- Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones a las que se sujetará la EMISORA:

██████████, en su calidad de emisora, se compromete a mantener los siguientes resguardos a favor de los obligacionistas durante la vigencia de la presente emisión:

Dos punto nueve punto uno.- Mantener el indicador de liquidez que se detalla a continuación con una relación mayor o igual a uno punto veinticinco (1.25). La fórmula de cálculo del mencionado indicador es la que sigue:

$$\frac{\text{EBITDA} - \text{IMPTO. A LA RENTA} + \text{CAJA INICIAL} + \text{INVERSIONES}}{\text{SERVICIO DE DEUDA}} \geq 1.25$$

El servicio de deuda será igual a las amortizaciones corrientes de capital de la deuda más los intereses pagados en el período, excluyendo las precancelaciones y las amortizaciones de capital correspondientes a deuda contratada como de corto plazo hasta un quince por ciento (15%) de las ventas netas.

Dos punto nueve punto dos.- Mantener el indicador de solvencia que se detalla a continuación con un valor menor a cuatro (4). La fórmula de cálculo del mencionado indicador es la que sigue:

$$\frac{\text{PASIVO TOTAL}}{\text{EBITDA}} < 4$$

██████████ conformará un fondo de liquidez, el mismo que se irá alimentando de forma trimestral con el objeto de cubrir los requerimientos para pago de capital e intereses correspondientes a la clase "C", series uno (1), dos (2) y tres (3), en los períodos en los cuales la relación del indicador de liquidez pudiera ser inferior a lo establecido en el numeral dos punto nueve punto uno calculado a trimestre vencido.

La EMISORA asumirá las facultades y obligaciones constantes en el presente contrato, aquellas consagradas en el convenio de representación de obligacionistas, las constantes en la Ley de Mercado de Valores, y demás normas aplicables. La EMISORA no tendrá obligaciones adicionales,

limitaciones y prohibiciones durante la emisión, sino aquellas que las establecidas en la Ley para protección de los obligacionistas.

Dos punto diez.- Objeto de la emisión de obligaciones:

El objeto de esta emisión es obtener recursos para destinarlos a proyectos de inversión y para capital de trabajo de la EMISORA.

Dos punto once.- Procedimiento de elección, reemplazo, derechos, deberes y responsabilidades de los representantes de los tenedores de obligaciones y funcionamiento de la Asamblea de los Obligacionistas.-

Las compañías [REDACTED] suscribieron un contrato de representación de obligacionistas a través del cual ésta última sociedad asumía a su cargo la defensa de los derechos e intereses de los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total. El representante de los obligacionistas tiene como objetivo velar por el bien y defensa de los derechos de los obligacionistas bajo responsabilidad fiduciaria. La gestión de este encargo queda sujeta a las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores, su Reglamento y lo previsto en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores. Las facultades y obligaciones del representante de los obligacionistas constan señaladas en el contrato respectivo y en el artículo ciento sesenta y siete la Ley de Mercado de Valores. La asamblea de obligacionistas está constituida por los tenedores de obligaciones, y le corresponde entre otras cosas:

Dos punto once punto uno.- Aprobar el informe de gestión del representante de los obligacionistas, sobre el cumplimiento de sus obligaciones.

Dos punto once punto dos.- Designar nuevo representante de los obligacionistas, si lo estimare conveniente, conforme lo establecido en el Art. 168 letra b) de la Ley de Mercado de Valores.

Dos punto once punto tres.- Confirmar al representante de los obligacionistas designado por la EMISORA en la escritura del contrato de emisión, si lo estimare conveniente.

Dos punto once punto cuatro.- Autorizar modificaciones al contrato de emisión propuestas por la EMISORA, con los dos tercios de los votos pertenecientes a los instrumentos de la emisión correspondiente y, que no fueran de aquellas en que el representante de los obligacionistas tiene facultades propias. Se requerirá de la resolución unánime de los obligacionistas para efectuar modificaciones que afecten las tasas de interés o su forma de reajuste, el plazo y forma de pago de intereses, modificación de garantías o modalidad de pago, contempladas en el contrato original. Los acuerdos legalmente adoptados por la asamblea serán de aceptación obligatoria para todos los obligacionistas. Se podrá convocar a las asambleas de los obligacionistas, en los casos establecidos en el contrato y en lo previsto en el artículo ciento sesenta y nueve (169) de la Ley de Mercado de Valores. En todo caso, para que la comunidad de obligacionistas pueda, en primera como en segunda convocatoria, resolver la sustitución de su representante, requerirá del voto favorable de los titulares de más del cincuenta por ciento de las obligaciones en circulación.

El representante de los obligacionistas no tendrá ninguna responsabilidad ni aún a título solidario o garantía por obligaciones tributarias, laborales, civiles o de cualquier otra naturaleza que la EMISORA tenga o llegare a tener o contraer por mandato de la Ley o contractualmente, aún cuando tales obligaciones se deriven, directa o indirectamente con la presente emisión de obligaciones pues su participación se extiende, única y exclusivamente, a lo estipulado en este instrumento y en el contrato de representación, cuya vigencia será por el plazo de la emisión de las obligaciones y hasta su cancelación total.

Dos punto doce.- Indicación del representante de los obligacionistas y determinación de su remuneración.-

El representante de los obligacionistas será la compañía [REDACTED] representada por el señor [REDACTED]. El domicilio de la compañía [REDACTED] es en la ciudad de Quito, provincia de Pichincha en la Avenida Amazonas [REDACTED]. Los teléfonos son dos doscientos cuarenta y cinco ochocientos treinta; o, dos doscientos cuarenta y cinco ochocientos veintisiete. La remuneración que percibirá el representante de los obligacionistas será de dos mil quinientos dólares de los Estados Unidos de América (USD. 2.500,00). Constituyen facultades y obligaciones de los obligacionistas aquellas que se derivan de la suscripción del presente contrato de, las consagradas en el convenio de representación de obligacionistas y las constantes en la Ley de Mercado de Valores, y demás normas aplicables. El procedimiento para el reemplazo, remoción y elección de un nuevo representante de los obligacionistas, en caso de ser requerido, se sujetará a las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores, su Reglamento y la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional del Valores.

Dos punto trece.- Indicación del agente pagador; del lugar de pago de la obligación; y, determinación de su remuneración.-

El agente pagador será el Banco [REDACTED]. Los pagos se efectuarán mediante cheque o crédito a la cuenta del tenedor de la obligación en el Banco seleccionado. El pago de los títulos de obligación y sus respectivos cupones se efectuará en las oficinas del Banco [REDACTED] en las ciudades de Quito, ubicada en [REDACTED]; en Guayaquil, ubicada en [REDACTED]; y en Cuenca, ubicada en la [REDACTED]. La remuneración que percibirá el agente pagador será del cero punto diez por ciento (0,10%) fijo y libre de impuestos del valor nominal emitido.

Dos punto catorce.- Trámite de solución de controversias.-

En caso se presentaren controversias con ocasión de la celebración de la presente emisión de obligaciones, éstas procurarán resolverse de manera extraprocesal y siempre partiendo de la buena fe de los intervinientes. En caso de que no fuere posible una solución extrajudicial, cualquier divergencia o conflicto deberá ser resuelto por un Tribunal de Arbitraje de la Cámara de Comercio de Quito, que se sujetará a lo dispuesto en la Ley de Arbitraje y Mediación, el reglamento del Centro de Arbitraje y Mediación de la Cámara de Comercio de Quito y las siguientes estipulaciones: (i) El árbitro será seleccionado conforme lo establecido en la Ley de Arbitraje y Mediación; (ii) Las partes se obligan a acatar el laudo que expida el Tribunal Arbitral y se comprometen a no interponer ningún tipo de recurso en contra del laudo arbitral; (iii) Para la ejecución de medidas cautelares, el Tribunal Arbitral estará facultado para solicitar de los funcionarios públicos, judiciales, policiales y/o administrativos, su cumplimiento sin que sean necesario recurrir a Juez ordinario alguno; (iv) El Tribunal Arbitral estará integrado por tres árbitros; (v) El procedimiento arbitral tendrá lugar en las instalaciones de la Cámara de Comercio de Quito y será confidencial.

Dos punto quince.- Contrato de underwriting.-

La presente emisión de obligaciones no contempla un contrato de underwriting.

CLÁUSULA TERCERA.- COSTOS, GASTOS E IMPUESTOS.-

Todos los costos, gastos, honorarios profesionales e impuestos que se generen como consecuencia de la celebración del presente instrumento, así como aquellos que se generen con ocasión del contrato de representación de los obligacionistas serán de cargo y cuenta de la EMISORA.

CLÁUSULA CUARTA.- DOCUMENTOS HABILITANTES:

Constituyen documentos habilitantes de la presente emisión de obligaciones:

Cuatro punto uno.- Copia certificada del acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de [REDACTED] que resuelve autorizar la emisión de obligaciones.

Cuatro punto dos.- El nombramiento del representante legal de la EMISORA y copia del documento de identificación.

Cuatro punto tres.- El convenio de representación con los obligacionistas y el nombramiento del representante legal de la sociedad que actuará como representante de los obligacionistas.

Cuatro punto cuatro.- El convenio con el agente pagador y el nombramiento del representante legal del agente pagador.

Incorpore señor Notario las formalidades de rigor para la eficacia del presente instrumento.

ANEXO 3

CONVENIO DE REPRESENTACIÓN DE LOS OBLIGACIONISTAS

En la ciudad de Quito, a los 20 días del mes de febrero del año dos mil nueve, comparecen por una parte, la Compañía [REDACTED] S.A. debidamente representada por su Presidente señor [REDACTED], conforme consta del nombramiento que como habilitante se adjunta, parte a la que en adelante se podrá denominar como "EMISOR" y, por otra parte, la compañía [REDACTED] S.A. debidamente representada por su Presidente, [REDACTED], conforme consta del nombramiento otorgado en su favor que se agrega como habilitante, parte a la cual en adelante se podrá denominar como "REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS", quienes, libre y voluntariamente, acuerdan celebrar un convenio de representación de los obligacionistas, contenido en las siguientes cláusulas:

PRIMERA.- ANTECEDENTES: UNO) La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de [REDACTED] S.A. en sesión celebrada en la ciudad de Quito, el [REDACTED] resolvió por unanimidad realizar una emisión de obligaciones hasta por la suma de US \$ 4'000.000,00 (CUATRO MILLONES DE DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA), a un plazo de hasta de cuatro años, con garantía general. Así mismo resolvió que la definición del monto definitivo y las demás condiciones que no han sido aprobadas por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas, sean delegadas al Directorio de la empresa, el que, a su vez, autoriza expresamente al Presidente para que tome las decisiones que crea mas convenientes para los intereses de la compañía en todos aquellos asuntos que no hayan sido materia de decisión de este organismo y tengan relación con la emisión de obligaciones que [REDACTED] S.A. va a realizar. Así, en sesión de Directorio celebrada el [REDACTED] de 2009 se resolvió autorizar las características de la emisión según el siguiente detalle:

- | | |
|--|---|
| Clases, Montos y Plazos | : Clase D, Monto: US\$ 2,000,000.00
Plazo: 3 años |
| | : Clase E, Monto: US\$ 2,000,00.00
Plazo: 4 años |
| Unidad monetaria | : Dólar de los Estados Unidos de América. |
| Número y valor nominal de las obligaciones | : La presente emisión de obligaciones será desmaterializada, por lo tanto no contendrá títulos de valores en forma física. |
| Pago de interés y capital | : Trimestral |
| Tasa de Interés y forma de reajuste | : La Tasa de Interés que pagarán las obligaciones de la Clase D será fija del 8% anual y de la Clase E será fija del 8,5% anual, a partir de su fecha de emisión. |
| Fecha a partir de la cual los tenedores de los Títulos empezarán a ganar intereses | : Será la fecha -valor en la que los títulos sean negociados en forma primaria. |
| Fecha de emisión | : La fecha de emisión de las obligaciones será la fecha-valor en la que los títulos sean negociados en forma primaria. |
| Forma de pago de los intereses | : El pago de intereses de las obligaciones de la Clase D se realizará de forma trimestral, a partir de transcurridos noventa (90) días contados desde la fecha de emisión de las obligaciones. Los vencimientos de interés tendrían lugar, el primero a los noventa (90) días, el segundo a los ciento ochenta (180), el tercero a los doscientos setenta (270), el cuarto a los trescientos sesenta (360), el quinto a los cuatrocientos |

cincuenta (450), el sexto a los quinientos cuarenta (540), el séptimo a los seiscientos treinta (630), el octavo a los setecientos veinte (720), el noveno a los ochocientos diez (810), el décimo a los novecientos (900), el undécimo a los novecientos noventa (990), el duodécimo a los un mil ochenta (1.080) días) a partir de la fecha de emisión.

El pago de intereses de las obligaciones de la Clase E se realizará de forma trimestral, a partir de transcurridos noventa (90) días contados desde la fecha de emisión de las obligaciones. Los vencimientos de interés tendrían lugar, el primero a los noventa (90) días, el segundo a los ciento ochenta (180), el tercero a los doscientos setenta (270), el cuarto a los trescientos sesenta (360), el quinto a los cuatrocientos cincuenta (450), el sexto a los quinientos cuarenta (540), el séptimo a los seiscientos treinta (630), el octavo a los setecientos veinte (720), el noveno a los ochocientos diez (810), el décimo a los novecientos (900), el undécimo a los novecientos noventa (990), el duodécimo a los un mil ochenta (1.080) días), el décimo tercero a los un mil ciento setenta (1.170) días,), el décimo cuarto a los un mil doscientos sesenta (1.260) días, el décimo quinto a los un mil trescientos cincuenta (1.350) días, el décimo sexto a los un mil cuatrocientos cuarenta (1.440) días a partir de la fecha de emisión.

Para establecer la fecha de pago de los intereses, la forma de cálculo que se tomará como referencia es la base de 360/360.

En caso de que uno de los vencimientos antes detallados coincida con una fecha no laborable, el pago se realizará el día laborable inmediatamente siguiente a esa fecha, sin que ello implique el reconocer algún valor adicional.

Pago de capital

El pago del capital de las obligaciones de la clase D se realizará en doce (12) pagos sucesivos, de forma trimestral, y a partir de transcurridos noventa (90) días contados desde la fecha de emisión de las obligaciones. Los vencimientos de capital tendrán lugar, el primero a los noventa (90) días, el segundo a los ciento ochenta (180), el tercero a los doscientos setenta (270), el cuarto a los trescientos sesenta (360), el quinto a los cuatrocientos cincuenta (450), el sexto a los quinientos cuarenta (540), el séptimo a los seiscientos treinta (630), el octavo a los setecientos veinte (720), el noveno a los ochocientos diez (810), el décimo a los novecientos (900), el undécimo a los novecientos noventa (990), el duodécimo a los un mil ochenta (1.080) días), a partir de la fecha de emisión.

El pago del capital de las obligaciones de la clase E se realizará en diez y seis (16) pagos sucesivos, de forma trimestral, y a partir noventa (90) días contados desde la fecha de emisión de las obligaciones. Los vencimientos de capital tendrán lugar,, el primero a los noventa (90) días, el segundo a los ciento ochenta (180), el tercero a los doscientos setenta (270), el cuarto a los trescientos sesenta (360), el quinto a los cuatrocientos cincuenta (450), el sexto a los quinientos cuarenta (540), el séptimo a los seiscientos treinta (630), el octavo a los setecientos veinte (720), el noveno a los ochocientos diez (810), el décimo a los novecientos (900), el undécimo a los novecientos noventa (990), el duodécimo a los un mil ochenta (1.080) días), el décimo tercero a los un mil ciento setenta (1.170) días,), el décimo cuarto a los un mil doscientos sesenta (1.260) días, el décimo quinto a los un mil trescientos cincuenta (1.350) días, el décimo sexto a los un mil cuatrocientos cuarenta (1.440) días a partir de la fecha de emisión.

En caso de que uno de los vencimientos antes detallados coincida con

- una fecha no laborable, el pago se realizará el día laborable inmediatamente siguiente a esa fecha, sin que ello implique el reconocer algún valor adicional.
- Agente Pagador : El Agente pagador será el Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación DECEVALE S.A. Los pagos se efectuarán mediante cheque o crédito a la cuenta del tenedor en el Banco seleccionado.
- Lugar de Pago : El pago de los títulos de obligación se efectuará en las oficinas de Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación DECEVALE S.A.. en las siguientes localidades:

Matriz Guayaquil:

Dirección: Pichincha 334 y Elizalde, primer piso, Edificio del Comercio

Teléfono: 04 – 500 3505

Telefax: 04 – 500 3510

Sucursal Quito:

Dirección: Ave. Amazonas #21-276 y Carrión

Edificio Londres - Piso 9

Teléfono: 02-252 6175 – 02-252 6156

Telefax: 02-222 1330

- Contrato de : La presente emisión de obligaciones no contempla un contrato de underwriting
- Clase de garantía : La presente emisión de obligaciones estará respaldada por garantía general, en los términos de la Ley de Mercado de Valores y demás normas aplicables.
- Destino de los recursos a captar : Los recursos obtenidos de la presente emisión de obligaciones serán destinados para proyectos de inversión y para capital de trabajo de la compañía emisora.
- Limitaciones al endeudamiento de la compañía : No se establecen límites de endeudamiento en la presente emisión de obligaciones.
- Agente estructurador y colocador de la emisión : ██████████ S.A.
- Sistema de Colocación : La colocación de las obligaciones se realizará discrecional e indistintamente a través del mercado bursátil. Actúa como Agente Asesor y Colocador de la presente emisión ██████████ S.A.
- Sistema de sorteos y rescates anticipados : ██████████ S.A. podrá realizar cancelaciones anticipadas de los valores objeto de la presente emisión. Para tal efecto, publicará una convocatoria a los obligacionistas con 8 días laborables de anticipación, por medio de un periódico de circulación nacional, indicando la fecha prevista para el rescate, el precio máximo del mismo y el monto nominal de los valores a rescatarse.

En caso de existir obligacionistas que opten por no acogerse a la cancelación anticipada, sus títulos de obligaciones seguirán

manteniendo las condiciones iniciales de la emisión.
Representante de : ██████████ S.A. representada por la ██████████
los Obligacionistas ██████████

SEGUNDA.- OBJETO: Con los antecedentes expuestos, el EMISOR, ██████████, designa a la compañía ██████████ S.A., persona jurídica especializada, entre otros asuntos, en ejercer la representación de obligacionistas y contando para el efecto con profesionales en la rama legal y financiera, a fin de que tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses de los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total. EL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS actuará por el bien y defensa de los derechos de los obligacionistas bajo responsabilidad fiduciaria. La gestión de este encargo queda sujeta a las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores y demás Reglamentos pertinentes.

TERCERA.- OBLIGACIONES Y FACULTADES DEL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS: Sin perjuicio de las obligaciones estipuladas en la Ley y este contrato, son obligaciones y facultades del REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS, las siguientes:

- 1) Verificar el cumplimiento por parte del EMISOR, de la cláusulas, términos y demás obligaciones contraídas en el contrato de emisión;
- 2) Informar respecto del cumplimiento de cláusulas y obligaciones por parte del emisor a los obligacionistas y a la Superintendencia de Compañías, con la periodicidad que esta señale;
- 3) Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los obligacionistas, de los correspondientes intereses, amortizaciones y reajustes de las obligaciones;
- 4) Acordar con el emisor las reformas específicas al contrato de emisión que hubiera autorizado la Asamblea de Obligacionistas;
- 5) Elaborar el informe de Gestión para ponerlo a consideración de la Asamblea de Obligacionistas;
- 6) Actuar por el bien y defensa de los obligacionistas.
- 7) Solicitar un fondo de amortización
- 8) Demandar al EMISOR por incumplimiento de las condiciones de acordadas para la emisión, en defensa de los intereses comunes de los obligacionistas
- 9) Supervisar el cumplimiento de las condiciones de la emisión hasta la redención de las obligaciones.
- 10) Convocar a la Asamblea de Obligacionistas
- 11) Examinar la contabilidad del Emisor
- 12) Otorgar a nombre de la comunidad de obligacionistas los documentos o contratos que deben celebrarse con la compañía emisora en cumplimiento de las disposiciones de la asamblea de los obligacionistas
- 13) Ejercer las demás funciones y atribuciones que establezca el contrato de emisión.

El procedimiento para el reemplazo, remoción y elección de un nuevo representante de los obligacionistas, en caso de ser requerido, se sujetará a las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores.

CUARTA.- DE LA ASAMBLEA DE LOS OBLIGACIONISTAS, SU CONSTITUCIÓN Y SU CONVOCATORIA: La asamblea de obligacionistas está constituida por los tenedores de la emisión de obligaciones.

Sin perjuicio de los derechos estipulados en la Ley y este contrato, corresponde a la asamblea de obligacionistas:

- 1) Aprobar el informe de gestión del representante de los obligacionistas, sobre el cumplimiento de sus obligaciones;

- 2) Designar nuevo representante de los obligacionistas, si lo estimare conveniente, conforme lo establecido en el Art. 168 letra b) de la Ley de Mercado de Valores
- 3) Confirmar al representante de los obligacionistas designado por el emisor en la escritura del contrato de emisión, si lo estimare conveniente;
- 4) Autorizar modificaciones al contrato de emisión propuestas por el emisor, con los dos tercios de los votos pertenecientes a los instrumentos de la emisión correspondiente y, que no fueran de aquellas en que el representante de los obligacionistas tiene facultades propias;

Se requerirá de la resolución unánime de los obligacionistas para efectuar modificaciones que afecten las tasas de interés o su forma de reajuste, el plazo y forma de pago de intereses, modificación e garantías o modalidad de pago, contempladas en el contrato original;

Los acuerdos legalmente adoptados serán de aceptación obligatoria para todos los obligacionistas.

Se podrá convocar a las asambleas de los obligacionistas, en los siguientes casos:

- a) Cuando así lo justifique el interés de los tenedores a juicio del representante;
- b) Cuando así lo solicite el emisor;
- c) Cuando lo soliciten obligacionistas que reúnan, al menos, el veinte por ciento del valor nominal de las obligaciones en circulación de la respectiva clase o emisión;
- d) Cuando lo requiera la Superintendencia de Compañías, con respecto a los emisores sometidos a su control, sin perjuicio de convocatoria directamente en cualquier tiempo.

En cualquiera de los casos indicados en el inciso anterior, si el REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS no hubiere efectuado la convocatoria, el Superintendente de Compañías citará a la asamblea a petición escrita del emisor o de los obligacionistas.

La convocatoria a asamblea de obligacionistas se hará mediante un aviso publicado con ocho días de anticipación en uno de los diarios de mayor circulación en el domicilio principal de la sociedad emisora, informando a los tenedores de obligaciones el lugar, fecha, hora y el orden del día de la asamblea. Para el cómputo de este plazo no se contará el día de la publicación ni el de la celebración de la asamblea.

Los obligacionistas podrán hacerse representar en la Asamblea por otra persona, mediante poder otorgado ante Notario o por carta con su firma autógrafa.

Con excepción de la remoción del representante de los obligacionistas, la Asamblea sólo podrá tratar los puntos especificados en la convocatoria.

QUINTA.- DE LAS DELIBERACIONES E INSTALACIÓN DE LA ASAMBLEA:

La asamblea podrá deliberar válidamente, en primera convocatoria, con la presencia de obligacionistas que representen al menos el cincuenta por ciento de las obligaciones en circulación y en este caso sus decisiones se tomarán por mayoría simple, calculada en base a las obligaciones en circulación, constitutivas del quórum.

Si no hubiese quórum en la primera convocatoria, se deberá realizar una nueva convocatoria, siguiendo las mismas formalidades de la primera. En segunda convocatoria, la asamblea se instalará con los obligacionistas presentes y las decisiones se tomarán con el voto favorable de los presentes que representen las dos terceras partes de las obligaciones en circulación del quórum.

En todo caso, para que la comunidad de obligacionistas pueda, en primera como en segunda convocatoria, resolver la sustitución de su representante, requerirá del voto favorable de los titulares de más del cincuenta por ciento de las obligaciones en circulación.

SEXTA.- FACULTADES Y OBLIGACIONES DEL EMISOR: Las facultades y obligaciones del Emisor son las que se derivan de la suscripción del contrato de emisión de obligaciones, las consagradas en el convenio de representación de obligacionistas, las constantes en la Ley de Mercado de Valores, Resoluciones del Consejo Nacional de Valores y demás normas aplicables. El emisor no tendrá obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones durante la emisión, sino aquellas establecidas en la Ley para protección de los obligacionistas. Sin perjuicio de las obligaciones estipuladas en la Ley y este contrato, son obligaciones del EMISOR, las siguientes:

- 1) Suministrar al representante de los obligacionistas todas las informaciones que éste requiera para el desempeño de sus funciones y permitirle inspeccionar, en la medida que sea necesario para el mismo fin, sus libros, documentos y demás bienes.
- 2) Entregar al REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS los informes que sean necesarios para una adecuada protección de los intereses de sus representados.
- 3) Entregar al REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS la información pública que proporciona a la Superintendencia de Compañías, en la misma forma y periodicidad.
- 4) Informar oportunamente al REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS de toda situación que implique el incumplimiento de las condiciones del contrato de emisión, tan pronto como ello ocurra
- 5) La compañía [REDACTED] S.A., en su calidad de emisor, se compromete a mantener los siguientes resguardos durante la vigencia de la presente emisión:

5.1. Mantener el indicador de liquidez que se detalla a continuación con una relación mayor o igual a 1.25. La fórmula de cálculo del mencionado indicador es la que sigue:

$$\frac{\text{EBIT} - \text{IMPTO A LA RENTA} + \text{CAJA INICIAL} + \text{INVERSIONES}}{\text{SERVICIO DE DEUDA}} \geq 1.25$$

5.2 El servicio de Deuda será igual a las amortizaciones corrientes de capital de la deuda más los intereses pagados en el periodo, excluyendo las pre-cancelaciones y las amortizaciones de capital correspondientes a deuda contratada como de corto plazo hasta un 15% de las ventas netas.

5.3 Mantener el indicador de solvencia que se detalla a continuación con un valor Menor a 4. La fórmula de cálculo del mencionado indicador es la que sigue:

$$\frac{\text{PASIVO TOTAL}}{\text{EBITDA}} < 4$$

5.4. [REDACTED] S.A. conformaría un fondo de liquidez, el mismo que se iría alimentando de forma trimestral con el objeto de cubrir los requerimientos para pago de capital e intereses correspondientes a las obligaciones emitidas, en los periodos en los cuales la relación del indicador de liquidez pudiera ser inferior a lo establecido en el punto 5.1 de este apartado, calculado a trimestre vencido.

SEPTIMA HONORARIOS: EL EMISOR pagara al momento de la firma del contrato al REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS la suma neta, es decir libre de impuestos, de US\$ 2.000, oo (dos mil dólares de los Estados Unidos de América) por concepto de honorarios por la realización de las actividades previstas en este contrato. En caso de producirse hechos excepcionales y relevantes que impliquen trabajo extra para la compañía, debidamente demostrados y aceptados por [REDACTED] S.A., EL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS facturará por separado el valor correspondiente. Adicionalmente, EL EMISOR reconocerá y cancelará al REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS, los gastos en que se incurran con ocasión del cumplimiento de tales facultades y obligaciones tales como: publicaciones en la prensa, viáticos y movilizaciones fuera de la ciudad, etc., pago que se hará contra la

presentación de la respectiva factura u otro documento autorizado por la legalización vigente, siempre y cuando dicho gasto tuviere relación directa y necesaria para el cumplimiento del objeto de este contrato en coordinación y con la aprobación previa del Emisor.

OCTAVA.- RESPONSABILIDAD: Las partes dejan constancia que el REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS no tiene ninguna responsabilidad, ni un aún a título solidario o garantía por obligaciones tributarias, laborales, civiles o de cualquier otra naturaleza que el EMISOR tenga o llegare a tener o a contraer por mandato de la Ley o contractualmente, aún cuando tales obligaciones se deriven, directa o indirectamente con la emisión de obligaciones antes referida y objeto del presente convenio, pues su participación se extiende, única y exclusivamente a lo estipulado en este instrumento.

NOVENA.- PLAZO: El presente contrato estará vigente por el plazo de la emisión de las obligaciones y hasta su cancelación total.

DECIMA.- GASTOS: Todos los impuestos, gastos generales, honorarios y costos que se generen como consecuencia de la celebración del presente contrato y por el cumplimiento de las facultades y obligaciones del REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS, serán de cargo y cuenta del EMISOR previó su conocimiento y autorización y contra la presentación de la factura o comprobante válido correspondiente.

DECIMA PRIMERA.- DECLARACIÓN: Por medio de este instrumento, la [REDACTED], en su calidad de Presidente y ejerciendo la representación legal de la compañía [REDACTED] S.A., declara que su representada en su calidad de Representante de Obligacionistas de la presente emisión de obligaciones de [REDACTED] S.A., no tiene conflicto de intereses ni está vinculado con la emisora, el asesor, el agente pagador, el garante, ni con las compañías relacionadas por gestión, propiedad o administración del emisor.

DÉCIMA SEGUNDA.- DOMICILIO, JURISDICCIÓN Y COMPETENCIA: Toda controversia o diferencia derivada de este contrato será resuelta con la asistencia de un mediador del Centro de Arbitraje y Mediación de la Cámara de Comercio Ecuatoriana Americana de Quito. En el evento que el conflicto no fuere resuelto mediante este procedimiento, las partes someten sus controversias a la resolución de un Tribunal de Arbitraje que se sujetará a lo dispuesto en la Ley de Arbitraje y Mediación, el Reglamento del Centro de Arbitraje y Mediación de la Cámara de Comercio Ecuatoriana Americana de Quito y las siguientes normas:

- a) Será un solo árbitro el que conozca y resuelva el proceso en derecho y será seleccionado por sorteo de la lista de árbitros del Centro de Arbitraje de la Cámara de Comercio Ecuatoriana-Americana de Quito, conforme a la Ley.
- b) Las partes renuncian a la jurisdicción ordinaria se obligan a acatar el laudo que expida al Tribunal Arbitral y se comprometen a no interponer ningún tipo de recurso en contra del laudo arbitral;
- c) Para la ejecución de medidas cautelares el Tribunal Arbitral está facultado para solicitar el auxilio de los funcionarios públicos judiciales, policiales y administrativos sin que sea necesario recurrir a juez ordinario alguno;
- d) El tribunal arbitral estará integrado por un arbitro;
- e) El procedimiento arbitral será confidencial;
- f) El arbitraje será en derecho y;
- g) El lugar del arbitraje será en las instalaciones del Centro de Arbitraje y Mediación de la Cámara de Comercio Ecuatoriana-Americana de Quito.

Las partes aceptan y ratifican en todos sus términos las estipulaciones constantes en las cláusulas de este convenio en fe de todo lo cual, en unidad de acto, en original y una copia del igual valor, lo suscriben en el lugar y fecha indicados.

EMISOR

REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS