

Universidad Andina Simón Bolívar

Sede Ecuador

Área de Derecho

Maestría en Derecho de la Empresa

El fideicomiso de administración de flujos como un mecanismo de fortalecimiento en una emisión de obligaciones

Ricardo Mauricio Viteri Robalino

Tutor: Patricio Francisco Pozo Vintimilla

Quito, 2018



Cesión de Derecho de Publicación de Tesis

Yo, Ricardo Mauricio Viteri Robalino, autor de la tesis titulada: “El fideicomiso de administración de flujos como un mecanismo de fortalecimiento en una emisión de obligaciones”, mediante el presente documento dejo constancia de que la obra es de mi exclusiva autoría y producción, que la elaboré para cumplir con uno de los requisitos previos para la obtención del título de Magíster Internacional, con mención en Derecho de Empresa en la Universidad Andina Simón Bolívar, sede Ecuador.

1. Cedo a la Universidad Andina Simón Bolívar, sede Ecuador, los derechos exclusivos de reproducción, comunicación pública, distribución y divulgación, pudiendo por tanto la Universidad, utilizar y usar esta obra por cualquier medio conocido o por conocer, siempre y cuando no se lo haga para obtener beneficios económicos. Esta autorización incluye la reproducción total o parcial en los formatos virtual, electrónico, digital, óptico, como uso en red local e internet.
2. Declaro que en caso de presentarse cualquier reclamación de parte de terceros respecto de los derechos de autor/a de la obra antes referida, yo asumiré toda responsabilidad frente terceros y a la Universidad.
3. En esta fecha entrego a la Secretaría General, el ejemplar respectivo y sus anexos en formato impreso y digital o electrónico.

Fecha: 18 de diciembre de 2018

Firma:.....

Resumen

La emisión de obligaciones ha sido utilizada como un mecanismo alternativo de financiamiento por la mediana y gran empresa, quienes han confiado en el mercado de valores para obtener los recursos necesarios para continuar con su operación o incursionar en nuevos proyectos. De esta forma, la empresa genera una línea de crédito ajustada a sus necesidades, evitando costos mayores que pueden ofrecer los productos ofertados por la banca privada.

Sin embargo, es necesario conocer cuáles son los riesgos que los emisores afrontan al momento que toman la decisión de estructurar un proceso de emisión de obligaciones, y como estos riesgos podrían afectar su imagen frente al mercado. De igual manera, el inversionista debe tomar decisiones con la información necesaria, para no tener que lamentarse, en el caso que no obtenga el resultado esperado, confiados en el informe de calificación de estos riesgos.

Por otra parte, es importante analizar las obligaciones y responsabilidades de todos los sujetos que participan del proceso de emisión, entre los cuales se encuentra la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la calificadora de riesgos y el representante de los obligacionistas. A pesar que, su participación en este tipo de procesos es principal, nuestra ley los deslinda de toda responsabilidad en caso de una afectación a los inversionistas.

Actualmente, los emisores han utilizado diversas figuras jurídicas encaminadas a elevar la calificación de riesgos dentro de los procesos de emisión que, en la mayoría de casos, si generan una protección a favor de la persona interesada en adquirir valores por medio de la bolsa. No obstante, los operadores, las calificadoras y el mismo ente de control ha sugerido la utilización de mecanismos de fortalecimiento que, en razón de la falta de regulación, no permite identificar al inversionista si, estas herramientas deben ser consideradas como medios de fortalecimiento de la emisión, de la empresa o del pago del capital y rendimiento, dejando que la autoridad de control sea quien decida al respecto.

Una de estas figuras, es el fideicomiso de administración de flujos, instrumento que el emisor constituye con el fin que, un tercero, denominado fiduciario, administre los recursos que aporta el constituyente al patrimonio autónomo, para que se pague a favor de los tenedores de los valores colocados en el mercado las cuotas de capital e intereses conforme lo establecido en el prospecto de oferta pública.

Agradecimiento

A mis Padres, Ramiro y Mónica quienes siempre me enseñaron el valor del esfuerzo y sacrificio, y obtener lo que uno se merece en la vida sin deberle a nadie; a María Belén, quien con paciencia demuestra su apoyo en cada meta de mi vida; a mi tutor Patricio, quien con su conocimiento y apoyo pude finalizar esta obra; y, mis amigos y socios quienes depositan su confianza en mí, para cada día ser la persona con la que pueden contar en todo momento.

A la Universidad Andina Simón Bolívar, sede Ecuador, quien me permitió formar parte de su gran trayectoria como institución que educa a los líderes del mañana; y a mis profesores por todo el conocimiento que comparten en las aulas.

Tabla de Contenido

Resumen	5
Introducción.....	13
Capítulo primero Riesgos en la emisión de obligaciones	15
1. La emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento	15
1.1. ¿Qué es el riesgo?.....	24
1.2. Riesgos originados de la emisión	26
1.2.1. Riesgo de incumplimiento.....	27
1.2.2. Riesgo reputacional	30
1.2.3. Riesgo operativo.....	30
1.3. Riesgos del inversionista	31
1.4. Incumplimientos de la oferta pública	36
1.4.1. Responsabilidad del emisor.....	36
1.4.2. Responsabilidad representante de los obligacionistas.....	38
1.4.3. Responsabilidad del calificador de riesgo	44
1.4.4. Responsabilidad de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros ..	48
1.5. Casos de default en el Ecuador	50
Capítulo Segundo Mecanismos de fortalecimiento en la emisión de obligaciones ..	55
1. ¿Qué son los mecanismos de fortalecimiento?	55
2. Ventajas y desventajas de los mecanismos de fortalecimiento	59
2.1. Ventajas.....	59
2.2. Desventajas.....	65
3. Tipos de mecanismos de fortalecimiento	65
3.1. La fianza	65
3.2. El encargo fiduciario	69
3.3. El protector de bolsa.....	70
4. El Fideicomiso de administración de flujos como un mecanismo de fortalecimiento	71
4.1. Fideicomiso de administración.....	71
4.1.1. Generalidades y condiciones del fideicomiso de administración de flujos.....	75
4.1.2. Comparecientes	78
4.1.3. Otras obligaciones del emisor	81
4.1.4. Otras obligaciones del administrador fiduciario	82
Conclusiones y recomendaciones	85
Conclusiones	85

Recomendaciones.....	86
Bibliografía	89

Introducción

El presente trabajo de investigación tiene como objeto analizar a profundidad la estructura y efectos de un fideicomiso de administración de flujo cuando esta figura es utilizada como un mecanismo de fortalecimiento de los procesos de emisión de obligaciones dentro del mercado de valores ecuatoriano. La razón por la cual, es importante esta investigación se resume a la falta de normativa expresa respecto a los mecanismos que fortalecen las emisiones, y como esta falta de normatividad, acarrea una percepción errada respecto a la seguridad que ofrece el fideicomiso a favor de los inversionistas y, que sus riesgos como tenedores de los valores no sean mitigados.

Para esta investigación, nos remitiremos a tratadistas nacionales como Diego Gómez de la Torre o Juan Francisco Baldeón. Así como, tratadista de gran reconocimiento internacional como el español, José María de la Cuesta, el argentino Claudio Kiper, entre otros. De igual manera, es necesario apoyarse de la normativa extranjera para el desarrollo de esta investigación, especialmente de la legislación, colombiana, peruana y española, ya que las mismas mantienen similitudes con nuestra ley, especialmente en el estudio de la figura del fideicomiso.

Pero antes de iniciar con el análisis central de este trabajo, se expondrá de forma general los tipos de riesgos a los que se enfrentan tanto las empresas emisoras, así como el riesgo que afrontan los obligacionistas. De esta manera, se pretende brindar al lector una visión desde ambos puntos de vista, ya que, por lo general, tratándose de inversiones en todo momento de la historia se ha considerado la existencia de una parte débil, que requiere de una protección especial porque supuestamente desconoce del negocio que realiza y que, en caso de ser afectado, responsabiliza al promotor de la inversión, aun cuando la decisión tomada por el inversionista contaba con su voluntad.

De igual manera, realizaremos un breve análisis del rol que tiene cada uno de los participantes de los procesos de emisión de valores en el Ecuador, incluyendo a los organismos de control estatal. Lo cual, permitirá evidenciar la forma en la que, se deslindan de toda responsabilidad con el inversionista.

En el segundo capítulo, nos detendremos analizar la figura del mecanismo de fortalecimiento, y como la misma no se encuentra regulada en nuestra legislación. Bajo esta premisa, la falta de norma permitiría manejar dos tipos de teoría. La primera, que este mecanismo es y debe ser considerado como una garantía, y la segunda, que esta figura es simplemente un compromiso del emisor y que la falta de cumplimiento, simplemente acarrea una responsabilidad contractual en contra del emisor.

Finalmente, analizaremos la figura del fideicomiso mercantil de administración de flujos, cuál es su naturaleza y como la misma debe estructurarse para cumplir su objeto de fortalecer un proceso de emisión de obligaciones. En este apartado, será importante analizar a los intervinientes del contrato de fideicomiso, ya que el fideicomiso tiene el fin de proteger a los inversionistas de un valor que no ha sido colocado y, por otra parte, no es el inversionista quien lo suscribe sino un representante. Pero este representante no es designado por los inversionistas sino por el emisor, de tal manera que, es interesante presentar como funciona la figura del representante de los obligacionistas conforme la normativa ecuatoriana y otro tipo de legislaciones.

Capítulo primero

Riesgos en la emisión de obligaciones

1. La emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento

Dentro de nuestra economía, las empresas y negocios han considerado al sistema financiero como el único medio por el cual para conseguir recursos que le permitan continuar su operación, tomando en cuenta que se someten, a las condiciones que esta entidad establece con el fin de entregar los recursos solicitados. En este sentido, la empresa tiene que elaborar mayores esfuerzos con el objetivo de satisfacer las necesidades de la entidad bancaria, para que la misma pueda garantizar el retorno del crédito otorgado. Adicionalmente, el cliente de la entidad financiera deberá cubrir los costos de administración e intereses determinados por la institución que, por lo general, resultan ser, bastante onerosos para el solicitante del crédito.

Sin embargo, existen otros mecanismos dentro del mercado financiero que permite cumplir el mismo objetivo, entre los cuales vamos a concentrarnos en el Mercado de Valores. Este mercado es parte del mercado de capitales por medio del cual adquieren documentos denominados valores, emitidos por personas de derecho público o privado, que buscan un financiamiento por medio de la oferta y la demanda de estos documentos por medio de las Bolsas de Valores.

El Código Orgánico Monetario y Financiero (en adelante Ley de Mercado de Valores) establece que nuestro mercado de valores opera mediante dos sistemas, bursátil y extrabursátil, los mismos que se encuentran definidos en el artículo 3 de esta norma de la siguiente manera:

Mercado bursátil es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores, en las bolsas de valores y en el Registro Especial Bursátil (REB), realizadas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la presente Ley.

Mercado extrabursátil es el mercado primario que se genera entre la institución financiera y el inversor sin la intervención de un intermediario de valores, con valores genéricos o de giro ordinario de su negocio, emitidos por instituciones financieras, inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores y en las bolsas de valores.¹

¹ Ecuador, *Código Orgánico Monetario y Financiero*, Registro Oficial 215, Suplemento, 22 de febrero de 2006.

Dentro del mercado bursátil, se negocian valores de renta fija y renta variable. Los valores de renta fija son aquellos cuyo rendimiento, periodicidad de pago y vencimiento se encuentra determinado de forma previa o al momento de realizar la transacción entre el vendedor del valor y el inversionista. Por otra parte, los valores de renta variable son aquellos cuya rentabilidad se desconoce al momento de la transacción ya que la misma responde a distintos factores, entre los cuales, se considera primordialmente el resultado de la operación de la entidad emisora.

En base a lo mencionado, esta investigación será concentrada en valores de renta fija, negociados en el mercado bursátil dentro del mercado de valores ecuatorianos, específicamente, las obligaciones. Estos son valores representativos de deuda, emitidos por empresas que requieren de recursos para estructurar sus pasivos de conformidad a su operación comercial. De esta manera, las obligaciones se convierten en un instrumento por medio del cual, las actividades del emisor pueden sostenerse de manera ordenada sin la necesidad de una intervención financiera por parte de las entidades bancarias. La Ley de Mercado de Valores, define a las obligaciones como:

Obligaciones son valores de contenido crediticio representativos de deuda a cargo del emisor que podrán ser emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador, y por quienes establezca la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, con los requisitos que también sean establecidos por la misma en cada caso.

(...) La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo. En este último caso se tratará de papeles comerciales. Los bancos privados no podrán emitir obligaciones de corto plazo.

Se entenderá que son obligaciones de largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento.

Los emisores bajo la normativa ecuatoriana son toda persona jurídica, que de forma obligatoria deben estar establecidas en el país, sea que su sucursal se encuentre en otra nación o sean constituidas en territorio ecuatoriano en base a la ley. De lo antes mencionado, es imperante destacar la siguiente particularidad, Rolando Castellares Aguilar, establece en su artículo “La Emisión de Obligaciones en la Ley General de Sociedad” lo siguiente:

Fue mediante normas recientes y, en especial, tributarias, que se varió tal régimen y criterio de identificar la Emisión de Obligaciones con las sociedades anónimas, haciéndolo extensivo a cualquier otra persona jurídica, por lo que se explica que la nueva LGS lo haya extraído del Libro dedicado a dicha modalidad societaria (sociedad anónima), pero manteniéndolo dentro de su cuerpo como norma complementaria, en lugar de haberlo remitido a la Ley del Mercado de Valores -LMV- (Decreto Legislativo 861), que inclusive ya posibilita que las Obligaciones sean emitidas por personas naturales o

por Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada (EIRL) que, en el fondo, son lo mismo por pertenecer a un solo sujeto de derecho.²

De la interpretación realizada por Castallares respecto a la legislación peruana, se consideraría que este método alternativo de financiamiento no es exclusivo de las empresas, ya que las personas naturales, tienen la facultad legal de acceder a este tipo de crédito, ya que la norma no establece una limitación taxativa como lo hace nuestra Ley de Mercado de Valores.

No obstante, cualquiera que sea el caso, el emisor deberá cumplir con todos los requisitos y solemnidades que la legislación determina, esta particularidad presenta una diferencia con el financiamiento clásico por medio de la banca privada en donde, acceder a un crédito supone en la mayoría de los casos, responder a las reglas establecidas por la institución, siendo más permisivos con las empresas, quienes claramente cuentan con los activos que le permiten acceder a un crédito bancario. En este sentido, el mercado de valores genera programas de financiamiento ajustado a las necesidades y realidades del solicitante, motivo por el cual, la persona natural es plenamente capaz de emitir estos títulos.

La siguiente particularidad que se observa, es la obligatoriedad que el emisor tenga su domicilio en el Ecuador, al tratarse de la persona jurídica, la misma debe ser constituida o domiciliada en el país, lo cual tiene su justificación en que, estos valores son títulos representativos de deuda, la misma que, por seguridad de los inversionistas, se debe contraer con una persona con la que se pueda garantizar una recuperación de menor riesgo y con el menor impacto. Caso contrario, el inversionista deberá incurrir en costos elevados para lograr la recuperación de su capital en caso de incumplimiento.

Avanzando con nuestra investigación, es preciso aclarar al lector que, ser titular de una obligación no es lo mismo que ser tenedor de una acción, ya que existen diferencias importantes que se deben considerar al momento de brindar una asesoría apropiada a las empresas. Para comprender estas diferencias debemos partir de las opiniones de algunos tratadistas, quienes permiten ampliar y entender estas diferencias. Tratándose de la obligación, según Jorge Hugo Lascales son:

Instrumentos creados para circular, necesarios para el ejercicio de un derecho literal y autónomo que ellos se mencionan. Estos títulos circulatorios representativos de deudas otorgan a su titular legitimado un derecho de crédito emergente de la deuda contraída por

² Rolando Castellares Aguilar, *La emisión de obligaciones en la ley general de sociedades* (Lima)

la entidad emisora, con el compromiso consiguiente asumido por ésta de cancelarla mediante el pago de una cuota o prestación proporcionalmente representativa del capital adeudado, con el aditamento de las acreencias devengadas en concepto de intereses compensatorios.³

Mientras que la acción, no es un instrumento propio de circulación, debido que es considerado como una especie de alícuota correspondiente a un capital social que atribuye a su titular derechos corporativos, estos derechos se dividen en políticos, relacionadas a la toma de decisiones por el máximo órgano de gobierno y, económicos, entendiéndose al derecho que el accionista tiene de percibir dividendos. Por su parte, la obligación es un título de crédito que solo confiere derechos de esta naturaleza, no otorga a su beneficiario el derecho de tomar decisiones, así como, lo deslinda de responsabilidad respecto a las acreencias de la firma que lo emite.

La obligación concede un interés fijo en la mayoría de los casos, independiente de los resultados de la sociedad en cada ejercicio económico. Por su parte, la acción otorga el derecho a percibir dividendos generados de la operación de la compañía, corriendo el riesgo que la firma, no tenga un resultado favorable y el accionista responda conforme a la aportación realizada a favor de la empresa.

Sin embargo, ambos valores pueden ser utilizados para obtener recursos que le permitan a la empresa financiar su operación. Bajo esta idea, es importante mencionar el fin del mercado bursátil, José Enrique Cachón, en su obra “200 Preguntas sobre los Mercados de Valores” señala que:

La primera utilidad de la cotización en Bolsa es la financiación. La Bolsa de Valores amplía las posibilidades de financiación de la empresa cotizada: las ampliaciones de capital se desarrollan con más facilidad en empresas cotizadas e igualmente las emisiones de obligaciones se colocan fácilmente [...] La empresa no cotizada sólo dispone de la financiación crediticia.⁴

En concordancia a lo expuesto por José Cachón, los recursos obtenidos por el emisor dentro de este sistema son más ordenados, ya que el programa de emisión se encuentra amparado bajo parámetros, términos y condiciones previamente establecidos en un documento denominado prospecto de oferta pública. Este boletín tiene por objeto presentar a los posibles interesados en adquirir obligaciones, información clara, precisa y

³ Jorge Hugo Lascala, *Práctica del Fideicomiso* (Buenos Aires: Astrea, 2003), pág. 286.

⁴ José Enrique Cachón Blanco, *200 preguntas sobre los Mercados de Valores* (Madrid: Notigraf S.A., 1999), pág. 40.

transparente relacionada a un programa de financiamiento en el que, pueden beneficiarse del valor de su dinero en el tiempo.

La diferencia trascendental del mercado de valores con otros mercados financieros es la estructura que mantienen frente a otros sistemas, ya que se considera más seguro, y su regulación aun cuando no es similar a la de las instituciones financieras, o economía solidaria, existe una gran relación de interacción con el inversionista, ya que aquí se negocian principalmente, títulos para la financiación de las empresas a través de acciones, obligaciones y otros títulos a largo plazo.

El motivo por el cual esta investigación se concentra en el estudio de las obligaciones se debe a que conforme estadísticas de la Bolsa de Valores de Quito, durante el año 2017, estos superaron el monto de ventas en comparación a los valores de renta variable, siendo estos más comercializados conforme se desprende de los siguientes cuadros:

Gráfico 1

Obligaciones negociadas a nivel nacional

OBLIGACIONES NEGOCIADAS A NIVEL NACIONAL			
AÑO	Valor Efectivo Total Negociado (dólares)	TEA Promedio Ponderada (%)	Plazo Promedio Ponderado (años)
2017	451.112.532	8,37	4,34
Hasta oct/18	406.902.252	8,29	4,06

Gráfico 2

Valores de renta fija negociados a nivel nacional

NEGOCIACIONES DE RENTA VARIABLE A NIVEL NACIONAL			
AÑO	Valor Efectivo Total Negociado (USD)	Número de Transacciones	Número de Valores de Renta Variable Negociados
2017	42.472.949	3.473	23.927.405
Hasta oct-18	60.025.434	3.747	29.157.149

Fuente y Elaboración: Bolsa de Valores de Quito

De igual manera, el boletín del mes de noviembre del año 2018 reflejó que los valores de renta fija constituyeron el 99% de las transacciones realizadas por las bolsas

tanto de Quito como de Guayaquil, lo que demuestra la inclinación e interés del mercado en este tipo de valores.

Gráfico 3
Valores de renta fija negociados a nivel nacional

MERCADO BURSÁTIL NACIONAL			
Negociaciones noviembre-2018 (en miles US\$)			
	Montos	%	Renta Fija
Nacional	749.414	100%	
BVQ	354.180	47%	
BVG	395.234	53%	
			
	Montos	%	
Nacional			
R. Fija	744.750	99%	
R. Variable	4.665	1%	

Fuente y Elaboración: Bolsa de Valores de Quito

Bajo estos antecedentes, es necesario estudiar con mayor detalle el motivo por el cual, una empresa desea emitir estos valores a favor del mercado. Para Vicente Tena Rodríguez, la normativa española que, ha realizado un gran desarrollo de la legislación en mercado de valores, pero que aún mantiene cierta similitud con la legislación ecuatoriana, especialmente en sus conceptos básicos, determina que:

[...] los procedimientos alternativos de emisión de deuda, mediante subastas exclusivas de letras, bonos y obligaciones, por medio de la oferta pública, genera una mayor seguridad para el inversor, pues de forma anticipada conoce las condiciones de la emisión, que, al referirnos a las obligaciones, nos encontramos frente a un título de renta fija. También existen subastas extraordinarias, organizadas por el tesoro en el momento que considere oportuno. Todas las subastas son anunciadas con antelación indicando la fecha, plazo de amortización y fechas límites para enviar la puja.⁵

En este sentido, el emisor toma la decisión de entrar al mercado de valores como una alternativa de financiamiento debido a los beneficios y que este sistema representa frente a otros mecanismos regulados por la ley para adquirir recursos, como la transparencia, la proporción de información oportuna, la flexibilidad para adaptar sus

⁵ Vicente Tena Rodríguez, *Análisis de los mercados de valores: Una aproximación a su estructura* (Madrid: Dykinson, 2000), pág. 415.

necesidades de financiamiento a proyectos específicos, la reestructuración de pasivos y el control de información privilegiada. Marcial Córdoba Padilla, indica:

El mercado de capitales es atractivo por sus ventajas frente a otros mecanismos de financiamiento, pues en la práctica el emisor pone sus reglas en cuanto al tipo de deuda que desea generar, a diferencia del sistema financiero, el mercado de capitales no restringe el plazo del pago de capital e interés, que por lo general son realizados entre los 7 y 15 años.⁶

De igual manera, en el panorama chileno, la emisión de bonos corporativos es la alternativa más común para obtener pasivos desinteresados por parte de los inversionistas, encaminados al refinanciamiento de pasivos, y otros usos como su utilización en el capital de trabajo o adquisición de inventario que le permitan a la empresa abrir nuevas líneas de producción. Tomando en cuenta que, el adquirente de los bonos se encuentra financiando una operación de la empresa, el riesgo de su inversión está directamente relacionada con la capacidad de solvencia de compañía, beneficiándose de la estabilidad de los flujos de efectivo producidos por la operación del emisor generados por los recursos obtenidos por medio del programa de emisión.

Es preciso considerar que, en la presente investigación, cada vez que enunciemos el mercado de valores, deberá entenderse que nos referimos únicamente al mercado primario. Es necesario realizar esta aclaración debido que se trata del mercado en el que se negocian valores por primera vez, es decir cuando se los emiten.

Como en todo proceso que tiene como objetivo la promoción inversión, el emisor debe considerar la incertidumbre de la continuidad de su operación, la realidad del mercado en el que realiza su actividad y, el emprendimiento competitivo de actuales y potenciales operadores que pueda afectar el flujo de nuestros clientes, toda vez que, cambios en la realidad o escenarios puede generar una mejor o peor oportunidad de generar negocios, afectando la capacidad de obtener ingresos y en caso que, los mismos sean nulos, la empresa correría el riesgo de cumplir los pagos a sus obligacionistas, ocasionando el incumplimiento de su oferta.

Así mismo, es necesario considerar que todos los días existe el riesgo de eventualidades que puedan ocasionar el cierre de la empresa, como por ejemplo la suspensión de pagos por parte de sus deudores, incumplimiento por parte de sus proveedores, huelga del personal que obliga a paralizar la producción, inseguridad e

⁶ Marcial Córdoba Padilla, *Mercado de Valores* (Bogotá: Ecoe Ediciones, 2015), pág. 197.

inestabilidad jurídica que desmotiva la inversión, elevación del riesgo país, elevación en los tipos de interés, lo que involucra una afectación en el valor presente de la firma.

Es por este motivo que, el mercado bursátil ha hecho necesaria la obtención de un informe que permita al inversionista, identificar todos los escenarios de éxitos o fracasos de su inversión. Este informe, entre algunos aspectos deberá contener datos relevantes respecto a la solvencia del emisor, cual es el giro de su negocio, y que implicaciones tendría la modificación de algún escenario delicado relacionado a su actividad, por ejemplo, el incremento de tasas arancelarias, o porcentajes del pago de tributos o la creación de un nuevo beneficio social a favor de los trabajadores.

Debido que el estudio de esta investigación se concentra en los valores de renta fija denominados obligaciones, es importante mencionar que uno de los requisitos indispensable y que por mandato del artículo 12 de la Ley de Mercado de Valores, es la obtención de la calificación del riesgo que el emisor está en la obligación de obtener, ya que la misma podrá definir el valor de rentabilidad que pueda ofrecer a sus inversionistas de sus obligaciones al momento de su colocación en el mercado de valores.

En este sentido, Fernando Pampillón, dice que:

(...) la importancia del rating o calificación viene dada por la prima que el emisor debe pagar a los inversores para compensar adecuadamente el riesgo que están asumiendo cuando compran valores de una empresa. Es lógico pensar que aquellas empresas con menor calidad crediticia deban ofrecer una mayor rentabilidad nominal para que el inversor obtenga una adecuada combinación de rentabilidad y riesgo.⁷

Pero que sucede cuando el emisor no involucra elementos de juicio distintos a los económicos para desarrollar las características de su emisión, o no utiliza todos los instrumentos de ayuda para la toma de decisiones, empezando por responder a mi criterio, la principal pregunta para iniciar un proceso de emisión de valores, que vendría a ser la capacidad de pago que tiene la compañía para emitir obligaciones a corto o largo plazo, tomando en cuenta que el precio está ligado al plazo, una obligación a largo plazo representa un contingente mayor. Por lo tanto, una vez que exista la seguridad que la empresa tiene la capacidad de liquidez que le permita asumir la responsabilidad de los pagos de capital e interés conforme el programa, deberá comprometerse con los otros participantes de este proceso para lograr la emisión de obligaciones.

⁷ Fernando Pampillón y otros, *Introducción al Sistema Financiero* (Madrid: UNED, 2009), pág. 162.

Ahora bien, como presentaremos en esta investigación, existe otro participante del proceso de emisión de obligaciones, el cual en los siguientes capítulos será analizado de forma más profunda, no obstante, es importante mencionarlo, se trata del representante de los obligacionistas, quien conforme nuestra ley, se encarga de velar por los derechos de las personas tenedoras de los valores adquiridos en el mercado bursátil. De igual manera, analizaremos otros entes que se vinculan al proceso como la calificadora de riesgo y la entidad de control estatal, quien es el encargado de estudiar, analizar y aprobar las ofertas públicas presentadas por las compañías que desean acceder al mercado de valores.

Una vez que, el emisor se asegura del tipo de obligación que desea colocar en el mercado, puede continuar con otros términos de la emisión, y poder presentar un programa o plan de inversión atractivo, ajustándolo a sus necesidades. Conforme nuestra normativa el artículo 13 de la Ley de Mercado de Valores, en concordancia con el artículo 164 señala en su parte pertinente que, la emisión debe ser aprobada por el máximo órgano de gobierno o administración, dependiendo las disposiciones estatutarias de cada emisor.

En algunos casos, se requiere únicamente la decisión de la junta general, pero, existen empresas que en razón de su estructura requieren de una ratificación por parte de otros órganos administrativos. En virtud de nuestra normativa, la Ley de Mercado de Valores señala que quienes tomen la decisión deberán definir por lo menos los siguientes detalles de la emisión, ya que en caso que alguno no sea incluido en el acta donde conste dicha aprobación, existe la posibilidad que el órgano de control no apruebe el proceso de emisión:

La junta general de accionistas o de socios, según el caso, resolverá sobre la emisión de obligaciones. Podrá delegar a un órgano de administración la determinación de aquellas condiciones de la emisión que no hayan sido establecidas por ella, dentro del límite autorizado. La emisión de obligaciones deberá efectuarse mediante escritura pública. El contrato de emisión de obligaciones deberá contener tanto las características de la emisión como los derechos y obligaciones del emisor, de los obligacionistas y de la representante de estos últimos. Dicho contrato contendrá a lo menos las siguientes menciones:
(...) 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.⁸

⁸ Ecuador, *Código Orgánico Monetario y Financiero*, Registro Oficial 215, Suplemento, 22 de febrero de 2006.

Varios tratadistas concuerdan con la disposición mencionada, resaltando que este órgano de gobierno incluso tiene la posibilidad de delegar al órgano de administración la facultad de establecer las características de la emisión que se aprueba. El tratadista Rodrigo Uría, sostiene en su obra “Derecho Mercantil”, lo siguiente:

La importancia económica de las operaciones de emisión de obligaciones hace que sea la Junta de Socios el único órgano adecuado para acordarla. Pero el principio de competencia exclusiva de la Junta no se quebranta cuando ese órgano deliberante delega en el consejo de administración la facultad de emitir obligaciones dentro de unas determinadas condiciones previamente establecidas por la junta.⁹

De lo expuesto, es importante destacar que, en la práctica es común que la Junta delegue al representante legal, o quien haga sus veces de conformidad con el estatuto social, sea el responsable de establecer el detalle de las características en las que las obligaciones se van a colocar en el mercado. De esta manera, se ha explicado de forma general como procede esta figura de financiamiento en nuestro país.

1.1.¿Qué es el riesgo?

Avanzando con la investigación, es prudente conocer ciertos conceptos que no deben pasar desapercibidos al momento que nos interesamos en adquirir un valor. Es importante estar conscientes y aceptar que, esta adquisición se trata de una inversión, por lo tanto, se encuentra implícito un factor trascendental denominado “riesgo”. El riesgo es un aspecto relacionado con la posibilidad de ocurrencia o no de un evento determinado en condiciones específicas, concepto que comúnmente se encuentra conectado con la psicología del ser humano, el mismo que al instante se lo asemeja con algo negativo. El riesgo no debe pasar desapercibido y ser menospreciado, puesto que, en caso de un resultado negativo seremos los directamente afectados de una decisión apresurada y pobremente analizada.

El principal problema al momento de interpretar la conducta humana frente a los riesgos es que, la gente toma decisiones en base de gravámenes subjetivos de las probabilidades que pueden ser absolutamente diferentes de las probabilidades objetivas o verdaderas. En este sentido, el economista Richard H. Thaler, manifiesta en su artículo “Comportamiento Económico: Pasado, Presente y Futuro” que:

⁹ Rodrigo Uría, *Derecho Mercantil* (Madrid: Ediciones Jurídicas y Sociales. 2002), pág. 446.

(...) está demostrado que las actitudes de la gente hacia riesgos referentes a aumentos pueden ser absolutamente diferentes de sus actitudes hacia riesgos referentes a pérdidas. Por ejemplo, cuando están dados una opción entre conseguir \$240 con certeza o tener una ocasión del 75% de conseguir a \$1000 los bienes pueden elegir los ciertos \$240 preferentemente a la ocasión incierta de conseguir \$1000 aunque la expectativa matemática de la opción incierta es \$240. Ésta es una actitud perfectamente razonable que se describe como riesgo-aversión.¹⁰

Bajo esta línea de pensamiento, el riesgo se convierte en un elemento esencial en la toma de decisiones para procesos de inversión, ya que el mismo depende directamente del rendimiento o pérdida por parte del inversionista en un periodo de tiempo determinado, así mismo existe el riesgo de quien no tiene el suficiente recurso para cumplir con sus obligaciones. De este modo, Marcial Córdoba señala que, el riesgo del emisor se refiere a la posibilidad de que, quien emite el valor de deuda no cuente con los recursos suficientes para hacer frente a los pagos de interés o capital, tal como se pactó en un principio, pero, en especial, al vencimiento de la operación.¹¹

Según Alfonso De Lara: “La función de la administración de riesgos es en esencia un método racional y sistemático para entender los riesgos, medirlos y controlarlos en un entorno en el que prevalecen instrumentos financieros sofisticados, mercados financieros que se mueven con gran rapidez y avances tecnológicos en los sistemas de información que marcan nuestra era”.¹²

Por otro lado, José Altuve señala que, tratándose de títulos negociados por medio de la Bolsa de Valores, el riesgo se convierte en un factor primordial, ya que se toman en cuenta un riesgo intrínseco del valor y prioridad de pago, ya que el emisor se deberá concentrar en pagar el capital y los intereses de su programa sobre otras obligaciones prioritarios, como su nómina o sus impuestos. Bajo este esquema, el riesgo aumenta o disminuye en relación al desempeño del emisor y los riesgos provenientes de su operación, que producen variación de los precios de acuerdo a los niveles reales de utilidad, comparado con niveles reales de expectativas.¹³ A continuación, señalaremos los

¹⁰ Richard Thaler, “Behavioral Economics: Past, Present, and Future”, *American Economic Association*, n.º 7 (2016): 1577-1600, doi: 10.1257/aer.106.7.1577.

¹¹ Marcial Córdoba, *Mercado de Valores*, pág. 348.

¹² Alfonso De Lara, *Medición y Control de Riesgos Financieros* (Ciudad de México: Limusa, 2008), pág.11.

¹³ José Germán Altuve, “El riesgo en títulos valores. Métodos científicos. Comparación con el método intuitivo basado en la cosmobiología. Caso: Empresa Alger”, *Red Actualidad Contable Faces*, n.º 8 (2005): pág. 23-36.

riesgo del emisor de las obligaciones tomando en cuenta aquellos que se originan por la misma decisión de acceder al mercado de valores, riesgos provocados sin la participación del emisor y otros provocados por sus decisiones.

1.2. Riesgos originados de la emisión

Debido que el emisor pretende obtener recursos por parte de inversionistas públicos y privados, que requiere de un proceso administrativo de aprobación por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros existe un riesgo de espera o waiting risk, el mismo que se produce por el simple transcurso del tiempo entre la estructuración per se de la emisión la solicitud de autorización ante el órgano de control y su posterior aprobación.

Es importante considerar que, durante este tiempo el mercado puede alterarse significativamente, afectando radicalmente otros riesgos potenciales de la compañía, o que influyan en sus índices económicos u originados de los procesos judiciales y administrativos que pongan en riesgo el activo libre de gravamen y, por lo tanto, la empresa se vea obligada a realizar modificaciones en las características de la emisión.

Recordemos que, el máximo órgano de gobierno de la empresa debe plasmar la decisión de estructurar un programa de emisión, y desde ese momento debe considerar el riesgo de espera hasta que la obligación sea colocada y adquirida. No es posible conocer con certeza cuanto tiempo puede tomar una estructuración, no obstante, la Superintendencia de Compañías puede emitir una resolución aprobatoria de la emisión en el término de 15 días contados desde el momento que la documentación es ingresada a la institución, conforme el artículo 1, capítulo I, título II, tomo IX de la Codificación de Resoluciones emitidas por la Junta Política Monetario y Financiera (en adelante las resoluciones de la JPMF).

Por otra parte, Alfredo Morales explica que el emisor debe generar una estructura financiera atractiva para el inversionista, la misma debe estar acorde a la realidad de la empresa y la capacidad que tiene la misma, para ofertar un mayor rendimiento que otros valores colocados en el mercado. Caso contrario, el emisor afronta un riesgo de precio o pricing risk, el cual en su mismo nombre lo determina, es aquel riesgo ocasionado durante la etapa de la colocación de las primeras obligaciones en la bolsa, que no son adquiridos o comprometidos a compra debido a su valor excesivamente oneroso. Este riesgo se encuentra directamente relacionado con el riesgo de comercialización o (market risk),

pues a menor capacidad de comercialización existe una limitada oportunidad de obtener una inversión potencialmente interesante.¹⁴

Por otra parte, es importante que adicionalmente, el emisor considere otros riesgos que no son propios de la emisión de obligaciones pero que tienen su origen en su gestión. Para Fausto Terán, el riesgo se relaciona directamente con la incertidumbre sobre el valor (precio) de un activo financiero, de esta premisa nace la idea que, a mayor riesgo mayor rentabilidad. Por lo que, partiendo del punto de vista financiero, los principales riesgos a los que se encuentra sujeto el emisor de obligaciones en este caso son: de mercado, liquidez, operativo y crédito [o contraparte]¹⁵.

1.2.1. Riesgo de incumplimiento

El riesgo de incumplimiento es aquel que se produce por no efectuar el pago pactado dentro del período predeterminado o, efectuarlo con posterioridad a la fecha en que estaba programado, o, en distintas condiciones a las pactadas en el contrato, por este motivo, el emisor genera instrumentos que le permitan mitigar, gestionar, o transferir este riesgo y no exponga su calificación crediticia.

Para Marc Fortuño, a este tipo de riesgo se le denomina riesgo de default y se define como la probabilidad de que el emisor no sea capaz de pagar los intereses contraídos o de devolver el valor nominal de la deuda en los correspondientes vencimientos. Por norma general, cuanto menor es la calidad crediticia del emisor, mayor es el riesgo de crédito, consecuentemente, los inversores exigirán una mayor rentabilidad como contraprestación por la baja calidad crediticia del emisor.¹⁶

En base a informes reportados por la Bolsa Valores de Guayaquil, durante el año 2014, se negociaron alrededor de USD\$ 5.046 millones de dólares en emisiones primarias y secundarias. De este monto, el 0,11% de las obligaciones se encontraban impagas, las emisiones que más afectaron el mercado fueron las emitidas por Anglo Automotriz y Talme.

¹⁴ Alfredo Morales Hernández, *Régimen Legal del Mercado de Capitales* (Caracas: Publicaciones UCAB, 1999), pág. 393.

¹⁵ Fausto Terán, “Construcción de un Portafolio óptimo de acciones de empresas que cotizan en bolsas de valores ecuatorianas” (tesis de grado, Universidad Andina Simón Bolívar, sede Ecuador, 2015), 14, <http://repositorio.uasb.edu.ec/bitstream/10644/4638/1/T1695-MFGR-Teran-Construccion.pdf>.

¹⁶ Marc Fortuño, “El Riesgo de Default ¿Y si el emisor incumple sus compromisos?” 13 de julio de 2015, párr. 1, <https://www.euribor.com.es/bolsa/el-riesgo-de-default-y-si-el-emisor-incumple-sus-compromisos/>.

Durante el año 2016 y 2017 en el Ecuador, de igual manera, varias emisiones de obligaciones fueron declaradas en default, otras iniciaron procesos de rescate de forma anticipada, debido a alteraciones en el mercado que influyeron de forma drástica en los indicadores financieros y resguardos que estaban obligados a reportar los emisores, de conformidad a lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores, y la Codificación de Resoluciones emitidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que determinan lo siguiente:

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:

1. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - 1 Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
 - 2 Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.¹⁷

Entre estos casos, se puede mencionar a la segunda emisión de obligaciones a largo plazo de la compañía Energy & Palma EnergyPalma S.A., aprobada por la Superintendencia de Compañías por medio de la resolución No. SC.IRQ.DRMV.2014.1651 del 28 de abril de 2014. En este caso, el Emisor, solicitó al representante de los obligacionistas la autorización para realizar un rescate anticipado debido que por interpretaciones de las Normas Internacionales de Contabilidad Nic 16 y Nic 41, el cual empezó a regir a partir de enero 2016, la empresa se vio en la obligación de reclasificar los activos biológicos que se encontraban registradas en la cuenta de propiedad planta y equipo. Esta alteración de la realidad contable de la empresa tuvo como consecuencia la depreciación de dicho activo, influenciando la ratio de liquidez menor a 1 que se exige en la norma antes citada.

De lo expuesto, se puede evidenciar que, el Emisor no consideró el posible riesgo provocado por una reforma normativa, que provocó la modificación de registro de su activo, lo cual, si la empresa no actuaba de forma prudente, pudo provocar un

¹⁷ Ecuador Junta Política Monetaria, Financiera, de Valores y Seguros, “Resoluciones emitidas”, Junta Política Monetaria, Financiera, de Valores y Seguros, 2017, art. 11, <https://www.bolsadequito.com/uploads/normativa/mercado-de-valores/codificacion-de-resoluciones-del-jprm.pdf>.

incumplimiento de la oferta pública y posibles sanciones por parte del organismo de control. Incluso se podría imputar una responsabilidad de la compañía calificadora de riesgo por no realizar su análisis de conformidad a lo dispuesto en el numeral 1 y 2, artículo 20, sección II, capítulo II, título XVI, tomo X de la Codificación de Resoluciones emitidas por la Junta de Política Monetaria y Financiera que establece:

Las áreas de análisis comprenderán los aspectos macro y micro empresariales, así como los del valor a emitirse. Esto es:

1. Entorno económico y riesgo sectorial: Se analizará la posición competitiva del sector al que pertenece el emisor y su garante, la demanda y oferta de sus productos, la estructura de la actividad y su sensibilidad ante cambios en sus mercados relevantes.
2. Posición del emisor y garante: Se analizará la posición del emisor y su garante, dentro de su sector económico, sus expectativas futuras, orientación estratégica, flexibilidad ante un cambio en el entorno económico frente a cambios cíclicos, sus proveedores, sustitución de productos o servicios e identificación de las principales empresas que conforman el sector.¹⁸

Por otra parte, uno de los riesgos que no se relaciona directamente con la actividad del emisor pero que, puede llegar a generar una gran afectación a su operación y el pago a sus inversionistas, es el riesgo sistémico o riesgo de contagio, el cual tiene su origen en una crisis producida en otros entes relevantes del mercado y cuyos efectos puedan transferirse al emisor. Eduardo Barrachina, en su obra “Derecho de Mercado de Valores” nos comenta que: “El Derecho europeo ha definido recientemente al riesgo sistémico como “un riesgo de perturbación del sistema financiero que puede tener repercusiones negativas graves sobre el mercado interior y la economía real”.¹⁹ Por lo tanto, el incumplimiento de pago o liquidación de valores por parte de un participante del mercado puede ocasionar que terceros incurran en una falta similar con sus respectivas obligaciones.

Conforme se expondrá más adelante, la calificación de riesgo influye erróneamente aquellas personas que no tienen la experiencia en la inversión dentro de este mercado, ya que basan su decisión en folletos informativos que claramente no son recomendaciones de adquisición. Sin embargo, han sido varios los casos que un informe de calificación respecto a un determinado valor se ha visto comprometido o mejorado con distintas figuras legales, que aparentan generar una seguridad al obligacionista cuando en

¹⁸ *Ibidem*, art. 20.

¹⁹ Eduardo Barrachina, *Derecho del Mercado de Valores* (Madrid: Grupo Difusión, 2011), pág. 72

esencia, no genera una garantía que permita cumplir con la retribución del capital de la forma que establece la oferta pública.

1.2.2. Riesgo reputacional

Aun cuando la norma no lo prevé, los emisores deben ser muy cuidadosos en la forma que realizan su operación, ya que esto promueve el posicionamiento positivo o negativo de la empresa, pues al igual que la persona natural, se crea una reputación en el mercado. El comportamiento de la empresa puede ser la puerta a varias fuentes de recursos, para el caso que nos concierne, es un elemento de evaluación para calificar su emisión, ya que una empresa que tenga reputación de incumplida no tendrá una aceptación considerable al momento que sus obligaciones salgan al mercado.

Aldo Olcese y Miguel Rodríguez, en su libro titulado “Manual de la empresa responsable y sostenible: conceptos, ejemplos y herramientas de la responsabilidad social corporativa o de la empresa”, establecen que la reputación es el reconocimiento que hacen los grupos de interés (stakeholders) de una empresa del comportamiento corporativo de ésta en su relación con ellos.²⁰ Por grupo de interés, se entiende a aquellos que, de forma directa o indirecta generan relación con la empresa, como los proveedores, trabajadores, bancos, o el lugar en donde realiza su operación. Al momento que la empresa genera una buena relación su riesgo reputacional disminuye, lo que aumenta la atracción por los títulos que emite.

Con lo mencionado se debe concluir que, al tratarse de inversiones en mercado de capitales, el riesgo reputacional es el resultado de la publicidad o imagen que el emisor genera frente a actuales y potenciales inversionistas, y en el supuesto no consentido que, exista un deterioro de la misma, afecta el valor y prestigio de la firma en el mercado.

1.2.3. Riesgo operativo

El Riesgo Operativo, es el único que proviene por responsabilidad directa del emisor, por lo tanto, bajo mi opinión, no puede considerarse como un riesgo en el sentido de la imprevisión. Por el contrario, este riesgo tiene su origen en sucesos ocasionados por

²⁰ Aldo Olcese, Aldo Olcese y Miguel Rodríguez, *Manual de la empresa responsable y sostenible: conceptos, ejemplos y herramientas de la responsabilidad social corporativa o de la empresa* (Madrid: McGraw-Hill, 2008), pág. 177.

el mal funcionamiento de los sistemas de control, estrategias, toma de decisiones y gestión de la entidad; así como no contar con procesos organizados, modelos de valoración, sistemas operativos de riesgos, errores humanos, fenómenos naturales y fraudes.

Una de las formas más peligrosas de fraude para una compañía, ocurre cuando estos actos son cometidos a nombre de la compañía por parte de sus administradores o propietarios. Ejemplos de ello, son reclamos que conducen a error respecto de productos, ofertas de retornos sobre inversión que nunca se pueden alcanzar, o estados financieros falsos diseñados para inducir a error a analistas e inversionistas.²¹ Bajo la premisa que, actualmente nuestro Código Orgánico Integral Penal ha incluido como un sujeto activo del delito económico a la persona jurídica, se espera que exista un control responsable respecto a la operación de la empresa, y no sea utilizada como una herramienta que permita generar daño o engaño a terceras personas que busquen destinar sus ahorros para conseguir una retribución.

1.3. Riesgos del inversionista

De igual manera, el inversionista es una persona natural o jurídica que entrega un dinero a cambio de un valor denominado obligación, mediante el cual se atribuye el derecho de cobro al emisor. Este valor denominado representativo de una deuda obliga a la compañía a pagar una cantidad de dinero futuro constituido por monto de capital y rendimiento. Bajo nuestra normativa, no existe limitación alguna respecto a quien puede o no invertir, de esta manera, cualquier persona está en la facultad de hacerlo, no obstante, no es el principal medio de inversión conocido por la población ecuatoriana, ya que la racionalidad económica se ve condicionada a la formación en temas financieros, tomando en consideración que lo desconocido no genera confianza, siendo la confianza el pilar sobre el cual se fundamenta todo dinamismo de la economía.

Las entidades que invierten en el mercado de valores, unas lo hacen a corto plazo como por ejemplo pagarés, certificados de inversión, de depósito, en valores de alto riesgo con el fin de conseguir el mayor rendimiento posible. Mientras que otros lo hacen a mayor plazo, teniendo como preferencias el menor riesgo posible, haciendo interesante a esta

²¹ Toby Bishop and Frank Hydoski, *Capacidad de recuperación empresarial: administración del creciente riesgo de fraude y corrupción*, trad. Samuel Alberto Mantilla (Bogotá: Ecoe Ediciones, 2009), pág. 8.

alternativa de financiamiento, ya que se ajusta a las realidades de cada inversor, quienes deben analizar y valorar cada alternativa.

Por otra parte, el sistema bancario tiene productos específicos en los cuales los depositantes pueden invertir sus recursos. Por lo general, los bancos ofrecen programas a un interés fijo, pero con menor rendimiento del que ofrece el mercado de valores. Ambos son mercados informados, en este sentido, José Enrique Cachón Blanco, afirma:

La información es fundamental para seleccionar los valores a comprar, para determinar cuándo comprar y cuándo vender, así como para conocer los nuevos mercados y productos que surgen de manera continua. Quien no tenga información y no comprenda el significado de las acciones, no debe invertir en Bolsa, al menos de forma directa. Lo que sí puede hacer es acudir a gestores de carteras especializados para le orienten y le ofrezcan sus servicios o participar en fondos de inversión.²²

Por lo tanto, parte de los riesgos respecto a la adquisición de valores, se encuentra principalmente en el inversionista, quien debe tomar en consideración muchas aristas al momento de invertir y, no tomar decisiones de forma apresurada y sin la suficiente información. El riesgo por naturaleza de toda inversión en mercado de valores es el descenso de precios con posterioridad a la compra.

En este sentido, el tratadista José Enrique Cachón se ha pronunciado respecto a la responsabilidad del inversionista, estableciendo claramente:

La protección al inversor es uno de los principios fundamentales de las normas que regulan actualmente el mercado de valores. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la protección al inversor no llega ni puede llegar al extremo de cubrir las posibles pérdidas económicas del inversor. Es decir, el riesgo propio del mercado de valores (bajada de precios, variaciones del tipo de interés, etc.) corresponde al inversor y éste ha de asumir las consecuencias de sus decisiones de inversión.²³

En consecuencia no es obligación del Estado sobreproteger al inversionista, ni sobre regular a un mercado que, actualmente ya cuenta con leyes y resoluciones que detallan de forma pormenorizada los principios de control y protección a favor del inversionista, como deben actuar los emisores y su obligación de reportar a los organismos de control. De tal manera que, debería enfocarse en crear los medios de comunicación adecuados para que exista el acceso a este mercado de forma dinámica e

²²José Enrique Cachón, *200 preguntas sobre los Mercados de Valores*, pág.25.

²³ *Ibíd.*, 72.

informada de forma correcta y oportuna para que, al final el inversionista pueda tomar decisiones fundamentadas.

El rol del Estado no es el imponer límites o restricciones, sino el de exigir la transparencia del mercado mediante la entrega de información entre la sociedad y los inversionistas, lo que la ley debe regular, es justamente que, aquella comunique en forma veraz, integral y óptima, todo hecho que pueda resultar relevante (...) Informar al inversionista acerca del riesgo que asumirá si suscribe un determinado valor tiene plena justificación y encuentra sus razones en que la protección estatal no debe conducir al legislador a sobreponerse a la voluntad de las partes contratantes y prohibir determinadas transacciones.²⁴

Paulina Chérrez explica que, en el caso específico de las obligaciones, es un título más atractivo en el mercado, debido a su naturaleza de rendimiento fijo pensando que, de esta manera, el inversionista mitiga todo riesgo que el valor adquirido pierda valor. Es común pensar que recibir un pago fijo sin importar la suerte del emisor induzcan a tomar decisiones al momento de invertir en bolsa, aun sin considerar otros factores relevantes como las garantías, resguardos y mecanismos de fortalecimiento de la emisión.²⁵

Los riesgos atribuibles al inversionista pueden ser cuantificables y no cuantificables. Los cuantificables son aquellos que, por su naturaleza permiten anticipar y calcular cómo puede afectar al inversionista, en el supuesto caso que el imprevisto ocurra. Por lo general, no son atribuibles a la empresa emisora, sino que se derivan de eventos tales como inestabilidad política, guerras, desastres naturales. Por otra parte, el riesgo no cuantificable, no es fácil de identificar, porque parte de eventos que no pueden ser medidos de forma precisa, como el riesgo legal, operativo, reputacional y estratégico.

Otro factor que debe considerar el obligacionista al momento de invertir en un país como Ecuador, que no emite su propia moneda, es el riesgo cambiario, el cual se origina tanto por, variaciones en el valor de la moneda, como por el cambio de moneda de circulación nacional, y de los distintos instrumentos financieros (volatilidad), en las tasas activas y pasivas bancarias. Para reducir este tipo de riesgo se debe contar con una efectiva planificación financiera.²⁶

En el caso ecuatoriano, la ley obliga al emisor a especificar el tipo de moneda en el cual se pagará al obligacionista. Comparte con el emisor el riesgo de mercado En

²⁴ Enríquez Elías Laroza, "Aspectos esenciales de las emisiones de obligaciones en la nueva Ley General de Sociedades" pág. 20.

²⁵ Paulina Tatiana Chérrez, "La determinación de los activos esenciales en el proceso de emisión de obligaciones" (tesis de maestría, Universidad Andina Simón Bolívar, Sede Ecuador, 2009), 82, <http://repositorio.uasb.edu.ec/bitstream/10644/2616/1/T0763-MDE-Ch%C3%A9rez-La%20determinacio>

²⁶ Altuve, "El riesgo en títulos valores. Métodos científicos", pág. 23-36.

términos financieros y desde el punto de vista del inversionista el riesgo de mercado es también llamado como riesgo no diversificable, ya que el inversor no puede ejercer un control sobre los mencionados factores.²⁷

El riesgo de inflación es el que existe si la misma es elevada, ocasionando una presión hacia el alza en las tasas de interés de todos los emisores de valores, sino también de los créditos por parte de las instituciones financieras, lo que incide en un riesgo de insolvencia para aquellos emisores que deben pagar altas sumas por intereses de sus captaciones.

La normativa ecuatoriana, con el fin de mitigar este riesgo, establece la obligación de los emisores a respaldar su endeudamiento con una garantía general o específica. De igual manera, la ley faculta a los emisores a generar mecanismos de fortalecimiento que disminuyan el riesgo o aseguren al obligacionista al pago de su inversión.

El artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores, considera a la garantía general como la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica. Por otra parte, este artículo define a la garantía específica como aquella de carácter real o personal que garantiza obligaciones para asegurar el pago del capital de los intereses o de ambos, siendo estos valores u obligaciones ejecutivas de terceros distintos al emisor, flujos de fondos predeterminados, prendas e hipotecas.²⁸

En los casos que las empresas no cuentan con el activo suficiente para generar una garantía específica, y que tienen la intención de ingresar en el mercado de valores por medio de la emisión de obligaciones, aun cuando la ley no lo prevé de forma clara, tienen algunas alternativas para mejorar su calificación de riesgo, con el fin de hacer más atractivos los valores que lleguen a emitir, entre los cuales se encuentran los mecanismos de fortalecimiento.

Bajo estricta interpretación legal el mecanismo de fortalecimiento puede considerarse como una garantía, pero a base de las disposiciones establecidas en la normativa aplicable en el mercado de valores, no cumplirían con los montos mínimos requeridos, por lo que también podría considerarse como una obligación establecida en el contrato de emisión. En el capítulo II de esta investigación, hablaremos de forma detallada respecto a esta figura.

²⁷Terán, “Construcción de un Portafolio óptimo de acciones de empresas que cotizan en bolsas de valores ecuatorianas”, pág. 21.

²⁸ Ecuador, *Código Orgánico Monetario y Financiero*, Registro Oficial No 332, Segundo Suplemento, 12 de septiembre de 2014, art. 162.

Un riesgo nunca expuesto a los inversionistas es aquel que se produce cuando el emisor es afectado por un concurso de acreedores, el mismo que se ocasiona por la falta de liquidez del emisor y su posterior declaración de insolvencia. En estos casos, el inversionista se encuentra sin acción alguna para recuperar sus recursos, debido a que por mandato de la ley existe un orden o prelación en los pagos para la extinción de obligaciones.

Finalmente, pero no menos importante, el inversionista debe analizar sus propias circunstancias y las del mercado en las que se encuentra para adquirir valores, pero sobre todo tener una educación financiera que le ofrezca conocimientos y habilidades que le permita tomar decisiones de consumo de forma fundada y que le permita tomar conciencia de todas las oportunidades que ofrecen los sistemas financieros. Debido a infundados temores sobre el funcionamiento de productos más novedosos, las personas interesadas e invertir continúan utilizando los métodos de ahorro e inversión tradicional, lo que impide mejorar el bienestar económico de estos actores.

A pesar de que una de las funciones básicas de un banco no es la educación financiera, Kenneth Coates (2009), sostiene que las funciones básicas de la banca central son la estabilidad de precios y la estabilidad del sistema financiero, y que dentro de ese contexto, se puede ubicar a la cultura financiera como una actividad de apoyo para alcanzar los fines anteriores, ya que la estabilidad señalada puede mejorar si se tiene una sociedad educada.²⁹

Al referirnos a estos escenarios, estamos hablando de la edad del inversor, pues entre más jóvenes existe un mayor deseo de correr riesgos debido que puede continuar generando riqueza, mientras que, para una persona de edad avanzada, quien posiblemente se encuentra percibiendo una pensión, no puede asumir mayores riesgos.

Así mismo, debe escoger una buena casa de valores, con la estructura necesaria para ofrecer un servicio adecuado, caso contrario recibirá información poco clara, o la falta de experiencia puede ocasionar un costo mayor de sus inversiones, o peor aún, la pérdida de los recursos.

Cada inversionista actúa de forma diferente, y responde a necesidades económicas diversas, el riesgo es una circunstancia que puede o no provocar consecuencias negativas, entre mayor sea el riesgo que tome el inversionista, mayor será la posibilidad de obtener

²⁹ Carlos Gómez González, "Propuesta para incrementar la cultura financiera en estudiantes universitarias en la ciudad de San Luis de Potosí" (tesis de maestría, Universidad Autónoma de San Luis de Potosí, 2015), 14, <http://ninive.uaslp.mx/jspui/bitstream/i/4158/1/Tesis%20Carlos%20Go%CC%81mez%20Gonza%CC%81lez.pdf>

un mejor rendimiento de su inversión, lo cual depende de ciertos factores, como el crédito, la operatividad, la liquidez, el mercado, la reputación que pueden incrementar o disminuir estos índices de riesgo a favor o en contra del inversionista.

Cabe señalar que, en el ámbito del Mercado de Valores, el eje de la regulación radica en que el inversionista requiere de protección, la misma que en el marco de las ofertas públicas consiste en la disposición de toda la información necesaria para adoptar una decisión informada de inversión. La resistencia al hablar de cultura financiera o generar proyectos que promuevan esta información, se debe a que se considera un tema no necesario en la vida cotidiana, o existe el paradigma de que este tema es solamente para las personas que estudiaron finanzas o economía, sin embargo, es un tema que nos debería interesar a todos sin importar la edad, profesión o nivel económico o social.

1.4. Incumplimientos de la oferta pública

1.4.1. Responsabilidad del emisor

Tal y como se mencionó en el punto 1.1. de esta investigación, el emisor de obligaciones es aquella persona jurídica que decide emitir títulos representativos de deuda o pagos futuros, valores que bajo nuestra legislación son denominados obligaciones, para financiar sus actividades, bajo ciertos parámetros establecidos en un prospecto de oferta pública.

La oferta pública, es una propuesta dirigida al mercado, cuyo fin es, transparentar la imagen de la empresa, tanto económica, financiera y legal. De igual manera, establece las reglas, procedimientos, mecanismos, y otra información relevante de valores que oferta el emisor. De tal manera que, se convierte en un medio para que los inversionistas obtengan información clara y oportuna respecto a los valores que van a adquirir y, de forma anticipada, conozcan las acciones que puedan adoptar en caso que, sus recursos no sean restituidos. Ezzio Torre establece que, a diferencia de una oferta de cualquier otro bien, los beneficios de la oferta pública están basados en proyecciones futuras tales como expectativas de ventas, flujos de caja, o planeamientos estratégicos³⁰.

La oferta pública es un negocio jurídico que tiene fuerza vinculante para quien la realiza frente a las personas que aceptan los términos y condiciones por medio de la

³⁰ Ezzio Piaggio Torre Tagle “La oferta pública primaria de valores”, Themis 40.

adquisición del valor. Como negocio jurídico debe cumplir con todos los requisitos de existencia, validez y cumplir con las formalidades establecidas en la ley. La principal consecuencia de su condición de negocio jurídico es que, su incumplimiento genera un reparo a los inversionistas.

En el caso peruano, la oferta pública puede ser tanto públicas como privadas, según las características de la difusión de la invitación. Torres García, menciona que la oferta es privada cuando no califica como oferta pública, y cuyo valor no exceda de los 250.000 soles.³¹

Los emisores, al ser los obligados a pagar la inversión realizada por el público interesado en su oferta, es el único responsable frente a ellos, respecto que la información proporcionada a los entes de control sea clara, completa, oportuna y simétrica. El artículo 14 de la Ley de Mercado de Valores, establece que, los representantes legales de los emisores declararán bajo juramento que la información contenida en el prospecto o circular de oferta pública es fidedigna, real y completa y serán penal y civilmente responsables, por cualquier falsedad u omisión contenida en ellas.

Bajo esta disposición, el representante legal puede ser penalmente responsable por la información que presenta en su oferta, respetando así los principios de la fe pública, protección al inversionista, transparencia y publicidad. Sin perjuicio de otras sanciones administrativas y civiles, por no cumplir con la propuesta del emisor. Es necesario tomar en cuenta que el emisor suscribe un contrato con el representante de los obligacionistas, por lo tanto, en caso de falta de pago, retraso o pago indebido del capital o rendimiento por parte del emisor, configura un incumplimiento contractual, y se pueden iniciar una acción civil de cobro y ejecución de las garantías otorgadas para el respaldo de la emisión.

El numeral 23, artículo 207 de la Ley de Mercado de Valores señala que la falta de cumplimiento de la emisión por parte del emisor constituye una infracción administrativa, y por lo tanto puede ser sancionado, dependiendo la magnitud del perjuicio causado tanto a los inversionistas como al mercado desde una simple amonestación escrita hasta una sanción pecuniaria de cuatrocientos dieciocho salarios básicos.

Por su parte, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, en caso de tener indicios de que, una oferta pública ha procedido de forma fraudulenta o si la información proporcionada es incierta, insuficiente, o no refleja adecuadamente la

³¹ Farah Torres García “La Regulación del Representante de los Obligacionistas en el Ámbito del Mercado de Valores”, Derecho & Sociedad, n.º 41 (2013), pág. 57-65.

situación económica, financiera y legal del emisor está en la facultad de suspender o cancelar la inscripción de una oferta. Si se presume fraude o falsedad en la información proporcionada, se cancelará la inscripción del emisor, sin perjuicio de las acciones y sanciones a que hubiere lugar.

Bajo este análisis, se puede concluir que, el emisor tiene la responsabilidad de presentar un prospecto con información verídica de su realidad, con el fin de que una vez que sea aprobada por parte de la Superintendencia de Compañías, la oferta que se propone al mercado no perjudique a los posibles inversionistas, o en el caso de su incumplimiento no se declare de plazo vencido la emisión y tenga la obligación de pagar el saldo de capital e interés de los valores colocados.

1.4.2. Responsabilidad representante de los obligacionistas

El representante de los obligacionistas es una persona jurídica especializada en el área legal y financiera, que tiene por objeto velar por los intereses de los inversionistas que adquieren obligaciones. En México, se lo conoce como el representante común de los obligacionistas, quien es un mandatario de los tenedores de los valores colocados, encargado de ejercitar las acciones que en conjunto corresponden a los obligacionistas y aquellos actos encaminados a la protección de éstos, es decir bajo esta normativa claramente se suscribe un contrato de mandato, pero la pregunta que durante esta investigación deberíamos responder es ¿quién debería suscribir este contrato?

La Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito establece que toda persona tenedora de un título, mediante el cual tenga el interés jurídico de hacer exigible el cobro de un valor por parte de un acreedor, estará facultado para designar un representante común que podrá ser o no obligacionista, antes que las obligaciones lleguen a poder de los tenedores, de lo que se desprende que, la designación que la sociedad emisora hace del mismo, es provisional y únicamente será definitiva en caso de que así lo estatuyan los propios obligacionistas. Salvo convenio en contrario, la retribución del representante común será a cargo de la sociedad emisora, así como los gastos necesarios para el ejercicio de las acciones conservatorias de los derechos de los obligacionistas.

Ahora, es pertinente realizar un breve análisis respecto a la naturaleza del representante de los obligacionistas y como esta figura ha sido introducida en nuestra legislación. Conforme se mencionó en el primer capítulo, el representante de los obligacionistas es un sujeto de derecho, especializado en materia jurídica, económica y

financiera, cuyo objeto es velar por los intereses de los inversionistas interesados en participar de la compra de valores en el mercado bursátil.

Sin embargo, no son los obligacionistas quienes eligen a su representante, lo cual, a mi punto de vista aparentemente carecería de un elemento para el surgimiento de la relación jurídica negocial, pues el contrato en esencia es el acuerdo entre dos o más partes, para constituir, regular o extinguir entre ellas una relación jurídico patrimonial, en este caso, los obligacionistas no son quienes expresan su consentimiento para que su contraparte le preste un servicio de asesoramiento en materia bursátil, sino el emisor, con quien suscriben el convenio de representación, el contrato de emisión y otros contratos que puedan surgir previo a la aprobación de la oferta pública.

En España, Rodrigo Uría no comparte su apreciación respecto a las condiciones del representante de obligacionistas, quien dice:

Tradicionalmente se han venido manteniendo dos posiciones fundamentales entorno a la naturaleza del contrato concluido entre la sociedad emisora y el suscriptor de obligaciones: la tesis del contrato de préstamo mutuo y la del contrato de compraventa. Pero en el sistema de nuestra ley no parece posible acoger ninguna de esas dos posiciones. [...] Más como el comisario actúa en nombre de personas que no le han otorgado poder, el negocio jurídico concluido con la sociedad queda en suspenso, subordinado a la *conditio iuris* de la ratificación. La ratificación se produce a virtud de la suscripción de los títulos por cada obligacionista.³²

En otras palabras, los inversionistas no expresan su voluntad sobre quien debe defender sus intereses y protegerlos al momento que el emisor incumpla su programa de emisión cuando se está estructurando el programa, por lo tanto, no conocen sus antecedentes o su experiencia en el mercado, lo que en un primer momento, desde el campo del inversionista existiría una falta de seguridad y protección por parte del sistema normativo a favor de los posibles tenedores de las futuras obligaciones a colocarse.

Bajo esta premisa, debemos referirnos al objeto del contrato, como otro de los elementos esenciales para la configuración del contrato, según Manuel José Álvarez³³ en su obra “Contratos Mercantiles”, el objeto del contrato es producir obligaciones, si el objeto es ilícito el contrato generado de la obligación es absolutamente nulo. En el caso del contrato de representación, el emisor contrata los servicios de una persona jurídica especializada para que tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que les

³² Uría, *Derecho Mercantil*, pág. 448.

³³ Manuel José Álvarez Didyme-dome, *Contratos Mercantiles* (Ibagué: Universidad de Ibagué, 2012), pág. 21.

corresponda a los obligacionistas de su programa de emisión, confirmando que el servicio lo presta a los inversionistas y no al emisor.

Este conflicto, me ha generado la siguiente interrogante ¿qué sucede en aquellos casos en los que, el inversionista no está conforme con la actuación de su representante?, si bien la ley se ha pronunciado respecto a la facultad de la asamblea de obligacionistas para que exista su sustitución, lo mismo implicaría mayores costos para el emisor, una reforma al contrato de emisión, reformas al prospecto de oferta pública, y finalmente que, existió una compra de valores mediante una oferta pública previamente aprobada y por la cual, pudo existir una compra de los mismos debido a la seguridad respecto quien era el representante designado por el emisor, generando un conflicto entre los obligacionistas.

Conforme a normativa española, nuevamente Rodrigo Uría nos indica que:

Como no todos los obligacionistas adquieren sus títulos al mismo tiempo, la Ley hubo que recurrir a este sistema, queda lugar a la constitución del sindicato desde el momento en que dos obligacionistas, por lo menos, hayan recibido los títulos, [...] Ahora interesa decir que, tan pronto como que suscrita la emisión, el comisario deberá convocar a la asamblea general de obligacionistas para que apruebe o censure su gestión, le confirme en el cargo o elija la persona que haya de sustituirle y establezca el reglamento interno del sindicato.³⁴

Por otra parte, estamos convencidos que el servicio que presta el representante de los inversionistas es a favor de los tenedores de las obligaciones colocadas, pues si no existe interesados para la compra de los valores no hay servicio que tenga que prestarse, no obstante, el sujeto obligado a realizar el pago de sus honorarios y a quien se emite la respectiva factura por los servicios prestados a un tercero, es el emisor, lo que nos permite concluir que la relación entre el representante y los obligacionistas parte de una figura totalmente distinta a la clásica relación contractual establecida en nuestra legislación.

La ley mercatoria nace por la necesidad de otorgar mayor facilidad a quienes hacen del comercio una actividad habitual, sin la necesidad de que existan mayores solemnidades en la forma y medios de realizar el comercio. De igual manera, no es necesario ser un comerciante para que estas normas puedan ser utilizadas a su beneficio. Es importante destacar que, el trabajo del abogado moderno es ajustar las condiciones y términos de un contrato conforme a las necesidades de su cliente, así como las normas requiere ser redactadas y analizadas de forma que no exista un perjuicio o indefensión para quien desea un tipo de contrato específico.

³⁴ Uría, *Derecho Mercantil*, pág. 450-451.

En el panorama colombiano, el tratadista Manuel José Álvarez, nos manifiesta la existencia de relaciones jurídicas masificadas, despersonalizadas o anónimas, las mismas que constituyen una antítesis de los contratos intuitu persona, que tienen su origen en aquellas operaciones que se originan sin la necesidad de manifestación expresa de la voluntad, alineando las obligaciones contractuales fácticas, relaciones contractuales de hecho o conductas obligacionales típicas, y no en contratos a pesar de ser sinalagmas funcionales, que producen obligaciones para las partes, en este caso el representante y sus protegidos.

Para tratar de justificar la existencia convenio de representación de obligacionistas introducido a nuestra legislación, hay que realizar una distinción con el contrato de mandato que la ley mexicana, venezolana, peruana y española han otorgado a este participante del mercado de valores.

Por una parte, el mandato es un contrato por el cual el mandatario se compromete a desempeñar una gestión o negocio jurídico en nombre y cuenta de una persona denominada mandante. Mientras que, la representación es una figura autónoma que opera por si misma, sin la necesidad de mandato y sin que exista una relación contractual bilateral entre representante y representado.

José Ramón Cano en su libro “Manual Práctico de Contratación Mercantil³⁵” claramente estipula la diferencia entre ambas figuras, señalando que “*Puede existir poder de representación sin contrato de mandato y pueden existir mandatos que no producen efectos de representación cuando el mandatario no obra a nombra del mandante.*”.

De esta forma, el mandato requiere de la expresión de voluntad del mandante, para que el apoderado pueda realizar actos en su nombre constituyéndose de esta manera en un contrato y, por otra parte, la representación debe ser considerada como una institución, en la que sus actos se vinculan directamente sobre la esfera jurídica de otras personas con el fin de cooperar en la realización de intereses ajenos a nombre de sus representados, que eventualmente tendrá la facultad de pronunciarse respecto de las actuaciones realizadas por su representante, sea para invalidarlas o ratificarlas siempre que sean el resultado final. Concluyendo de esta manera que, bajo nuestra legislación el representante de obligacionistas no es un Mandante o comisionista, sino un representante sin poder, que debe ser elegido por los tenedores de los títulos y no por el emisor.

³⁵ José Ramón Cano Rico, *Manual Práctico de Contratación Mercantil* (Madrid: Editorial Tecnos, 2001), pág. 147

Su participación se inicia con la celebración de un convenio de representación que se incorpora al contrato de emisión y se presenta conjuntamente al prospecto de oferta pública. Jhony Narváez, en su trabajo de investigación “*La emisión de obligaciones como una alternativa de financiamiento a largo plazo para las empresas*” menciona lo siguiente: “La empresa emisora está obligada por la Ley en contratar un Representante de los Obligacionistas o tenedores de los títulos valores, que será la persona encargada de velar por los intereses de los compradores del papel.”³⁶

En la normativa peruana, incluye al sindicato de obligacionistas, como una institución encargada de reunir a los titulares de valores para tomar decisiones de forma ordenada y de esta manera adquirir una mayor capacidad de negociación frente al emisor. Al momento que analizamos su naturaleza y fin, podríamos asimilar a este sindicato con la asamblea de obligacionistas, que establece nuestra legislación.

Sin embargo, su conformación nos afirma que es un ente independiente, ya que el sindicato, se encuentra formado por la asamblea de obligacionistas como su órgano de gobierno y el representante de los obligacionistas como sujeto encargado para realizar y gestionar los actos jurídicos en su nombre. La normativa venezolana en mercado de valores establece claramente una independencia de entre el emisor y los otros participantes dentro del proceso de emisión, partiendo de la designación del representante de los obligacionistas, otorgándoles esta facultad única y exclusivamente a los tenedores de los títulos, evitando que el emisor genere algún tipo de relación jurídico comercial y posiblemente un conflicto de interés con el emisor. Si nos remitimos expresamente a lo establecido en las normas relativas a la oferta pública en Venezuela, podemos verificar lo siguiente:

La designación del Representante Común Definitivo se efectuará en una Asamblea de Obligacionistas convocada por el Representante Común Provisional, dentro de los treinta (30) días siguientes contados a partir de la fecha de culminación de la colocación primaria de los valores a ser emitidos. Estas convocatorias deberán cumplir con las disposiciones contenidas en el artículo 277 del Código de Comercio relativas a los plazos de convocatoria.³⁷

³⁶ Johny Narváez Valenzuela, “La emisión de obligaciones como una alternativa de financiamiento a largo plazo para las empresas” (tesis de maestría, Universidad Andina Simón Bolívar, sede Ecuador, 2004), 40, <http://repositorio.uasb.edu.ec/bitstream/10644/2498/1/T0298-MBA-Narv%C3%A1ez-La%20emisi%C3%B3n.pdf>.

³⁷ Venezuela, Ministerio de Hacienda Comisión Nacional de Valores, *Normas Relativas a la Oferta Pública y Colocación de Valores y a la Publicación de las Emisiones*, (Caracas: Ministerio de Hacienda, 2011), art. 36.

Por otra parte, con referencia al representante de los obligacionistas, la legislación española lo denomina comisario, sin embargo, no es similar al comisario que nuestra ley societaria otorga al fiscalizador de la sociedad anónima. Joaquín Garrigues y Rodrigo Uría, manifiestan lo siguiente:

El comisario es pieza fundamental del sistema instaurado por nuestra ley. Es realmente clave del sistema. Para que algunas de las modalidades, características o circunstancias del empréstito no sean impuestas o decididas unilateralmente por la sociedad, y, sobre todo, para que exista un órgano de enlace entre la sociedad y el Sindicato, que, actuando sin interés propio vigile en general cuanto concierne a los obligacionistas y tutele los intereses comunes de éstos, la ley ha recurrido a la institución del comisario.³⁸

Es importante mencionar que, el representante de los obligacionistas no puede tener ningún tipo de relación comercial con la compañía emisora que pueda presumir un conflicto de interés, ni crear vinculación sea por propiedad, administración o gestión, que pueda influir en la toma de decisiones, y de esta manera velar por los derechos de sus representados.

Por mandato de la ley, este convenio debe detallar en su contenido, las responsabilidades de este participante durante el proceso de emisión, entre las cuales se establece la obligación de verificar el cumplimiento de las cláusulas, términos y otras condiciones ofertados por el emisor en la oferta pública y el contrato de emisión de valores. De tal manera que, en el supuesto caso que, exista incumplimiento tardío o parcial del pago a favor de algún obligacionista, el representante tiene la responsabilidad de iniciar las acciones legales correspondientes en defensa de los derechos de sus representados. Tal y como lo establece la Ley de Mercado de Valores en su artículo 165 que dice:

La emisora, como parte de las características de la emisión, deberá celebrar con una persona jurídica, especializada en tal objeto, un convenio de representación a fin de que ésta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponda a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión (...). Actuará por el bien y defensa de los obligacionistas, respondiendo hasta por culpa leve, para lo cual podrá imponer condiciones al emisor, solicitar la conformación de un fondo de amortización, demandar a la emisora, solicitar a los jueces competentes la subasta de la propiedad prendada u otros actos contemplados en la ley.³⁹

³⁸Joaquín Garrigues y Rodrigo Uría, *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, (Madrid: Editorial e Imprenta Aguirre, 1976), pág. 694.

³⁹Ecuador, *Código Orgánico Monetario y Financiero: Ley Mercado de Valores*, Registro Oficial 332, Segundo Suplemento, 12 septiembre de 2014, art. 165.

De tal manera que, es responsable de la información que remite a los inversionistas, y la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros incluso hasta por culpa leve de acuerdo con la ley. En caso de no cumplir con sus deberes como representante de obligacionistas, estaría configurando una falta administrativa en virtud de lo establecido en el numeral 9 y 25 artículo 207 de la Ley de Mercado de Valores, lo cual conllevaría a poner en peligro los intereses de los participantes en el mercado y ser sancionados de acuerdo a lo establecido en el numeral 2, artículo 208 de mismo cuerpo legal. Farah Torres establece:

Es de resaltar que la responsabilidad administrativa del Representante de los Obligacionistas se deriva del interés público que existe en el cumplimiento de sus funciones, las cuales implican que existe un adecuado control en que el emisor viene cumpliendo debidamente sus obligaciones en el marco del Contrato de emisión de instrumentos de deuda.⁴⁰

Finalmente, pero no menos importante, la principal responsabilidad del representante de obligacionistas es verificar el cumplimiento de las condiciones establecidas en el contrato, declarar todo incumplimiento de pago por parte del emisor, desempeñando debidamente sus funciones en beneficio de los intereses de los inversionistas y una vez declara la emisión en default, proceder con las acciones legales de ejecución de garantías y cumplimiento del contrato de emisión, de tal manera que su responsabilidad es de carácter contractual.

1.4.3. Responsabilidad del calificador de riesgo

Como le mencionamos anteriormente, por mandato de la ley, toda emisión de obligaciones debe contar con una calificación de riesgo, en la que, el emisor tiene la obligación de mantener su calificación actualizada durante el tiempo de vigencia de la emisión. Este requerimiento también es exigible en Colombia, tal y como lo menciona Marcial Córdoba Padilla:

Para la emisión de deuda se debe contar con una calificación de los valores a emitir, que es un reporte de riesgo crediticio sobre la capacidad de cumplimiento de los pagos relacionados con la emisión. La sociedad calificadora hace una evaluación técnica y

⁴⁰ Farah Torres, “La Regulación del Representante de los Obligacionistas”, pág. 57.

financiera sobre la capacidad de pago de la deuda del emisor, así como su probabilidad de incumplimiento.⁴¹

La Calificación de Riesgo es una de las herramientas más utilizadas por los inversionistas al momento de colocar su dinero que, bajo la presente investigación es mediante el mercado bursátil. Tomando en cuenta lo antes mencionado, Catalina Pazos señala que, conforme a la normativa, este documento informativo debe ser realizado por sociedad cuyo objeto exclusivo es la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil, y cualquier otra relativa a manejo, aprovechamiento e inversión de recursos.⁴²

La información proporcionada por las calificadoras debe responder a la situación real de las empresas emisoras, ya que el brindar datos infundados pueden ocasionar un gran daño al mercado, y por lo tanto a los inversionistas. Circunstancias de este tipo, ocasionaron una pérdida de confianza de los inversores, provocando lo escasez de liquidez en los mercados financieros mundiales.

Todos los actores del mercado de valores, tienen mayor o menor responsabilidad en una crisis, pero en especial se ha visto dañada la credibilidad de las calificadoras de riesgo, por no haber alertado el nivel de riesgo de los productos financieros por ellas calificados, antes de producirse la quiebra de algunas economías. Entre las que se puede destacar la crisis financiera del año 2008 producida en Estados Unidos, en la que las evidencias sustentaron que las propias calificadoras ayudaron a los emisores para lograr una mejor calificación.

Tanto, Moody's, Standard & Poor's y Fitch Ratings, que controlan más del 90% de este negocio privado, estuvieron en el origen de la crisis con sus erróneas interpretaciones y el amparo de bonos construidos a partir de las hipotecas subprime. Analizando los antecedentes de la crisis de 2008 no resulta de recibo aceptar que en un periodo de tiempo tan dilatado estas entidades fueran incapaces de descubrir que detrás de los bonos estaban estas famosas hipotecas. Resulta más probable pensar que las agencias, en vez de cumplir con su obligación de conceder a los bonos una calificación baja (alto riesgo y baja liquidez), se dedicaran a aleccionar a los bancos de cómo diseñar el producto para que fuera lo más opaco posible.⁴³

⁴¹ Córdoba, *Mercado de Valores*, 454.

⁴²Catalina Pazos, "Calificación de Riesgo". http://www.supercias.gob.ec: http://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/20131127101306.pdf

⁴³ Tapia Hermida, "La regulación internacional de la calificación de riesgos de las agencias de calificación en los mercados de capitales", RDBB, n° 1000, 2005, pp. 9-68.

La actividad de las calificadoras y la de la mayor parte de las entidades privadas de regulación y control plantean graves problemas de legitimidad. El principal es su falta de responsabilidad, pues son invulnerables a pesar de la trascendencia de sus decisiones. Lo que empezó siendo un problema en el mercado estadounidense de hipotecas de baja calidad, se ha transformado en una crisis financiera mundial, que se ha contagiado a la actividad económica y al empleo, y ha generado una recesión mundial.

Por otro lado, muchos han sido los casos en los que, el inversionista no considera, no analiza, o simplemente no se percató que el informe emitido por las calificadoras de riesgo son única y exclusivamente una opinión de cómo se encuentra el estado financiero, crediticio, default y la situación de mercado del emisor en un momento determinado. Las calificadoras de riesgo desarrollan ciertas funciones dentro de los mercados de valores, dentro de estas podemos mencionar:

Satisfacer la necesidad de contar con una interpretación profesional e independiente de la información disponible sobre la solvencia de los emisores. Contribuye a la eficiencia de los Mercados de Valores. Reduce la asimetría informativa entre los emisores y los inversores. Reduce el coste de la financiación de los emisores.⁴⁴

Bajo la normativa ecuatoriana, se obliga a la calificadora de riesgo a advertir a los inversionistas o quienes sean dirigidos sus informes que, el contenido de sus documentos y la información sobre cualquier calificación no implica recomendación para la compra, venta, y mucho menos garantiza el pago de su inversión, toda vez que, se trata de una certificación relacionada a una evaluación del riesgo. Juan Francisco Baldeón Ríos⁴⁵, claramente expresa en su obra que, la calificación se refiere a una emisión específica, no al emisor ni al conjunto de sus emisiones. No es una evaluación sobre el rendimiento de una emisión ni tampoco es una recomendación, por lo que deben ser utilizadas como un factor para determinar la inversión.

Dejando a un lado, el hecho que el inversionista no puede responsabilizar al emisor por la adquisición de un valor en base a sus informes, no deja de ser cierto que, las calificadoras de riesgos si están obligadas a actualizar sus informes y calificaciones de forma semestral, con el fin de presentar una nueva imagen, perspectiva y sobretodo la

⁴⁴ Guatemala Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, *Jornadas sobre “La calificación de Riesgos (ratings) en los Mercados de Capitales Iberoamericano”* (La Antigua: Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, 2005).

⁴⁵ Juan Francisco Baldeón Ríos, “Aspectos Generales del Mercado de Valores de Quito”, 10 de abril de 2009, pág. 35

situación de solvencia y probabilidad de pago actual del emisor, de tal manera que permita conocer al mercado cuales han sido las mejoras o deficiencias de un mismo sujeto en un periodo de tiempo.

Las calificadoras de riesgo, desarrollan una función cuasi pública con una alta responsabilidad social, y la calidad del servicio debe ser muy alta. Para ello, se necesita calidad en la información que la empresa proporciona a la calificadora, aunado a lo fundamental del marco regulatorio. La información que el emisor proporcione debe ser, completa, veraz, oportuna, permanente y sistematizada. Una información que permita sacar conclusiones válidas y comparables.⁴⁶

La Codificación de resoluciones emitidas por la Junta de Política Monetaria, y Financiera, en el artículo 12, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Tomo X, claramente determina la responsabilidad de la Calificadora de Riesgos por los informes que presenta al mercado relacionados a emisores y valores colocados, estableciendo lo siguiente:

La calificación de un valor que vaya a ser divulgada al mercado, así como su revisión, será de responsabilidad de la sociedad calificadora y de los miembros de su comité de calificación que hayan votado a favor de la calificación, y serán realizadas en base al correspondiente estudio técnico.

La compañía calificadora responderá frente a sus clientes y a terceros por las deficiencias y omisiones que, por culpa leve, se comprobare en los informes de calificación de riesgo otorgada a valores, emisores y/u originadores.

Dicha responsabilidad también se extiende a los miembros del Comité de Calificación y a las personas a quienes se les encomiende la dirección de una calificación de riesgo, por el incumplimiento de las obligaciones establecidas en la Ley de Mercado de Valores, sus reglamentos y normas complementarias, las resoluciones del CNV y en general, las normas que regulan el mercado de valores.⁴⁷

Por lo tanto, existe responsabilidad administrativa por parte de la entidad, y se entiende que una responsabilidad civil, para los miembros de los comités de calificación. Primero, por no actualizar sus calificaciones de acuerdo con la ley, y por cometer actos dañosos, incumplimientos que impliquen afectación patrimonial al inversionista y omitir información que pueda influenciar significativamente el riesgo de un emisor o sus valores, creando una confusión para el inversionista, provocando un potencial perjuicio para él y el mercado. Adicionalmente, el numeral 4, artículo 314 del Código Orgánico Integral Penal, establece que serán sancionadas con pena privativa de libertad de tres a cinco años las personas que efectúen en forma fraudulenta, calificaciones de riesgo sin

⁴⁶ *Ibidem*, pág. 12.

⁴⁷ Ecuador, Junta Política Monetaria y Financiera, *Codificación de Resoluciones emitidas por la Junta Política Monetaria y Financiera* (Quito: Junta Política Monetaria y Financiera, 2017), art. 7.

ajustarse a la situación real del emisor, configurándose un delito por la falsedad documental en el mercado de valores, con el fin de crear una impresión engañosa en el mercado

1.4.4. Responsabilidad de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

La emisión de obligaciones es un acto societario, por lo tanto, el emisor que desee implementar este proceso, debe solicitar la autorización de su prospecto de oferta a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, con el fin de que el órgano de control analice la información financiera, la calificación del riesgo del emisor, encaminada a verificar si tiene la capacidad crediticia de cumplir con el pago de capital e interés programado en su oferta.

Bajo las facultades dispuestas por la Ley a la Superintendencia de Compañías, se encuentra la inscripción, control y mantenimiento de las sociedades emisoras y sus valores en el catastro público de mercado de valores. Está en su responsabilidad requerir la información necesaria a los participantes del mercado, para mantener, suspender o cancelar la inscripción.

La autoridad realiza una revisión exhaustiva de la documentación que se acompaña a la solicitud de autorización del prospecto, verificando que no existan vacíos, errores o falta de documentos requeridos para aprobar la oferta que los emisores proponen al mercado. El órgano de control trata de prevenir que el mínimo error de forma pueda ser utilizado como una herramienta para limitar los derechos del inversionista. Tal es así que, en ciertas ocasiones, los analistas encargados de revisar el expediente del prospecto han emitido observaciones que, en la mayoría de casos, han llevado a los emisores a generar mayores gastos de la emisión y que la colocación de sus valores tome más tiempo.

Haciendo un análisis de nuestra Superintendencia, con el organismo de control peruano, la Superintendencia de Mercado de Valores, podríamos concluir que no existe diferencia en sus atribuciones, limitando su función en garantizar que la información presentada a los inversionistas sea veraz suficiente y oportuna, pero no interviene en la supervisión del cumplimiento de obligaciones.

Es necesario aclarar que, el órgano de control es el encargado de autorizar y aprobar la oferta pública que presenta el emisor, sin embargo, bajo la disposición establecida en el artículo 15 de la Ley de Mercado de Valores, se entendería que no se responsabilizan del contenido del prospecto aprobado, en todo prospecto de oferta pública

deberá hacerse mención expresa de que su aprobación no implica de parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros ni de los miembros del ex Consejo Nacional de Valores, ahora la JPMF, recomendación alguna para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre su precio, la solvencia de la entidad emisora, el riesgo o rentabilidad de la emisión.

Incluso se puede afirmar que, por mandato de la ley, los emisores, las casas de valores deben deslindar de toda responsabilidad a la Superintendencia, en virtud del artículo 19 de la Ley de Mercado de Valores que dice que, la inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores no implica certificación, ni responsabilidad alguna por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros respecto de la solvencia de las personas naturales o jurídicas inscritas, ni del precio, bondad o negociabilidad del valor o de la entidad inscrita, en su caso.

Pero resulta ilógico que la superintendencia, siendo el máximo órgano de regulación y control respecto al comportamiento de las sociedades en el país, se exima de responsabilidad por documentos que son dirigidos y aprobados por sus funcionarios. Resulta lo contrario, cuando esta institución inicia controles de oficio, en donde la sociedad, su administradores y accionistas son profundamente investigados con el único fin de establecer una sanción, sin importar la afectación que puede generar a los grupos de interés directos o indirectos relacionados con la sociedad. No es aventurado afirmar, con base en la experiencia, que la autoridad ecuatoriana concibe al control societario como un fin en sí mismo.⁴⁸

Bajo mi punto de vista, al momento que la superintendencia obliga a que se presente un estado o movimiento de cuenta a las empresas, se está vulnerando la protección del sigilo bancario que garantiza nuestra ley. Lo mismo sucede al momento que, sin la debida motivación solicitan documentación que justifique o demuestre el hecho económico de una factura, sin importarles que mucha información tiene el carácter de confidencial y al momento de su entrega puede generar el inicio de una acción legal en contra de la empresa que devela esta información que se comprometió proteger. En lugar de incentivar la generación de nuevas empresas, se está evitando la creación nuevos negocios, pues la Superintendencia bajo sus objetivos estratégicos de fortalecer el control y garantizar el sistema empresarial en el país. No obstante, está notablemente ausente la

⁴⁸ María Elena Jara Vásquez, *Derecho Económico Contemporáneo* (Quito: Universidad Andina Simón Bolívar/ Corporación Editora Nacional, 2017), pág. 7.

explicación de por qué un mayor control societario “garantiza” el buen funcionamiento del sistema empresarial.⁴⁹

1.5.Casos de default en el Ecuador

Conforme analizamos en acápite anteriores, el default es también conocido como el riesgo de pago o de crédito de una inversión, el mismo que puede tener su origen en varias circunstancias que afecten al deudor, y que esto impida su obligación de pago a favor de los inversionistas. En el mercado bursátil funciona exactamente igual, no obstante, incluyen otras reglas establecidas en la ley, entre las cuales se encuentra la obligación de los emisores en mantener una calificación de riesgo similar o mejor de aquella con las que sus obligaciones fueron colocadas en el mercado.

Cualquiera pensaría que, en nuestro país, con los altos índices de riesgos económicos, financieros, legales, políticos o cualquier otro de los detallados en esta investigación, es normal que un proceso de emisión de valores sea declarado en default, sin embargo, podemos revisar un detalle de aquellas emisiones que han sido impagas y por lo tanto se han declarado su vencimiento anticipado:

Gráfico 4
Emisión de Obligaciones declaradas en Default 2011-2017

Emisor	Ultima Calificación	Fecha
Formas y Accesorios FORMAC	A	30-mar-11
Intervisatrade S.A.	AA	24-jul-12
SOLAREX	E	27-mar-14
Maquinas y Suministros MAQSUN	D-	21-ago-15
Talleres Metalurgicos Talme S.A.	C	23-jun-14
ANAUTO	E	30-ene-15
Inmobiliaria Terrabienes	E	30-ene-15
Ecuafontes	D	29-may-15
CETIVEHICULOS	E	30-jun-15
Constructores y Servicios de Minería CONSERMIN	D	29-oct-15

⁴⁹ Ibídem, 3.

Fuente: Bolsa de Valores de Quito

Elaboración: Autor

Al parecer, en relación a todas las emisiones que circulan en el mercado, no es una cantidad significativa aquellas que han sido declaradas en default, por lo tanto, se puede concluir que, los emisores han sido cautelosos y han cumplido con sus ofertas a los inversionistas, han remitido información periódica al ente de control y han mantenido su calificación de riesgo, de tal forma que, no existe mayor registro de declaratoria de no pago que implique una ejecución de garantías u otras acciones en contra de los participantes de este mercado.

Entonces se puede considerar que, aun cuando exista el riesgo de no pago por parte del emisor, el inversionista no queda desprotegido totalmente, ya que como ha señalado, las garantías son las herramientas utilizadas para cumplir con el pago a favor del obligacionista. Ahora bien, los mecanismos de fortalecimiento a los que nos referiremos más adelante también podrían ser utilizados únicamente para asegurar el cumplimiento de pago del emisor, o simplemente como elementos que infieren en la calificación de riesgo.

A continuación, se encuentra un análisis de algunos casos que fueron declarados en default, en los cuáles es importante mencionar las circunstancias que originaron su incumplimiento y el papel de los organismos de control. En primer lugar, tenemos a la compañía Inmobiliaria Terrabienes S.A. que, en el año 2014 realizó una emisión de obligaciones a largo plazo por un monto de USD\$ 4'000.000,00, amparados en una garantía general y específica.

Al momento de estructurar esta emisión y los valores son colocados en el mercado, la compañía contaba con una calificación de riesgo AA que, implica una alta calidad crediticia. Toda esta información es pública y puede ser obtenida por los organismos de control que regulan el mercado de valores ecuatoriano, tal y como se presenta en el siguiente gráfico:

Gráfico 5
Emisión de Obligaciones Inmobiliaria Terrabienes S.A. 2014

- Emisor: **INMOBILIARIA TERRABIENES S.A.**
- Agente Estructurador y Colocador: **CASA DE VALORES ADVFIN S.A.**

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN:

Emisión:	Obligaciones
Garantía:	General y Específica.
Tipo de Emisión:	Desmaterializada no menor a US\$1.000,00.
Monto de Emisión:	US\$ 4.000.000,00.
Plazo de Emisión:	1.800 días - Base año comercial 360 días.
Tasa de Interés:	Tasa Fija del 8,00% anual.
Pago de Capital:	Trimestrales iguales.
Pago de Interés:	Trimestrales. Cada trimestre vencido.
Destino Recursos:	37% Capital de Trabajo y 63% Sustitución de Pasivos.
Calificación de Riesgos:	AA
Calificadora de Riesgos:	Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana SCRL S.A.
Agente Pagador:	Inmobiliaria Terrabienes S.A.
Lugar de Pago:	A través del DECEVALE, en la cuenta de cada beneficiario.
Rep. de Obligacionistas:	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.

NO. Y FECHA DE LA RESOLUCIONES APROBATORIAS E INSCRIPCIONES:

La oferta pública de obligaciones de la Compañía fue aprobada por la Superintendencia de Compañías mediante Resolución No.: SC-INMV-DNAR-14-0000848 fecha 14 / FEB / 2014. La inscripción en el Registro del Mercado de Valores y de la Información Pública ha sido otorgada para:

- EL EMISOR bajo el No.: 2008-2-01-00369 de fecha 29 de Diciembre de 2008.
- EL VALOR bajo el No.: 2014-2-02-01278 de fecha 21 de febrero de 2014

EXCLUSIÓN RESPONSABILIDADES DE SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS:

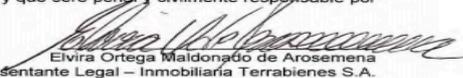
La aprobación de Prospecto de Oferta Pública de Obligaciones por parte de la Superintendencia de Compañías no implica la recomendación de ésta ni de los miembros del Consejo Nacional de Valores, para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre el precio, la solvencia de la entidad emisora, el riesgo o rentabilidad de la misma.

DECLARACIÓN JURAMENTADA DEL REPRESENTANTE LEGAL:

Yo, Elvira María Ortega Maldonado de Arosemena en mi calidad de Representante Legal de la Compañía Inmobiliaria Terrabienes S.A. declaro bajo juramento que la información contenida en este prospecto de oferta pública es fidedigna, real y completa y que seré penal y civilmente responsable por cualquier falsedad u omisión contenida en ella.

CERTIFICO que el presente ejemplo guarda conformidad con el autorizado por la Superintendencia de Compañías

Resolución No. 048 de 14/02/14.


Elvira Ortega Maldonado de Arosemena
Representante Legal - Inmobiliaria Terrabienes S.A.

OCCO 01

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguro

Elaboración: Inmobiliaria Terrabienes S.A.

El caso de default de la Inmobiliaria Terrabienes S.A se debió a varios factores. El emisor, durante el último cuatrimestre del año 2014 comienza a cumplir sus obligaciones con los inversionistas, lo cual registró ante la Superintendencia la mora en el pago de los rendimientos de sus emisiones. Por otra parte, existió retraso en la entrega de unidades habitacionales en proyectos inmobiliarios que mantenía con terceros, y suspensión en el pago de haberes a sus trabajadores, lo que provocó que se inicie acciones legales tanto civiles como penales en contra del grupo Ortega-Trujillo por parte de sus clientes y sus empleados. Por estas estas circunstancias, la Superintendencia de Compañías procedió a su intervención.

Durante el año 2016 se vinculó al emisor con la compañía Mossack Fonseca, quien estuvo involucrada en el conocido caso de los “Panama Papers”. Al momento que, sale a la luz esta relación, los organismos de control descubrieron que Terrabienes tenía varias empresas offshore en Panamá, y se habían registrado transferencias al extranjero por aproximadamente 7,9 millones de dólares entre el año 2009 y 2014. A este hecho, se suma que, el 12 de septiembre del 2016 se ratifica la sentencia en la cual se condena a Inmobiliaria Terrabienes S.A a pagar 24 millones de dólares a los perjudicados por su incumplimiento en la entrega de las casas.

Por todo lo anteriormente mencionado la compañía Inmobiliaria Terrabienes S.A. no pudo cumplir con sus obligaciones con sus clientes, con sus empleados y con sus inversionistas en el mercado bursátil, provocando así que, su calificación de riesgo pase de AA a E, ocasionando un incumplimiento del contrato de emisión, su oferta pública y la ley.

Tomando en cuenta el caso presentado, claramente se debe considerar que, tanto los emisores como los inversionistas de valores en nuestro país, no realizan un análisis amplio de los riesgos a los que se exponen durante el giro de su negocio, o que puedan surgir con posterioridad a la aprobación de la oferta pública, en donde el emisor ha expuesto su programa de inversión que, responden a una realidad económica, política y legal determinada.

Por otra parte, al momento de analizar el caso Terrabienes, deja en duda, el papel de los órganos de control, que siempre se han caracterizado por su sobre regulación a las empresas inmobiliarias, y sobre todo si existe vinculación con empresas extranjeras, el que no se haya detectado anticipadamente sobre la situación de la empresa, previo a iniciar las acciones legales y administrativas. Bajo esta línea de pensamiento, es importante analizar cuál es la responsabilidad de las entidades de control, quienes son los encargados de prevenir que el mercado de valores genere un perjuicio a los inversionistas, ya que legalmente son los facultados para requerir la información que sea necesaria para que exista transparencia y protección al momento de adquirir un valor en mercado supuestamente más controlado.

Capítulo Segundo

Mecanismos de fortalecimiento en la emisión de obligaciones

1. ¿Qué son los mecanismos de fortalecimiento?

El principal fundamento para el desarrollo de esta investigación es que, al momento de revisar nuestra normativa en mercado de valores, es notable la falta de una disposición que trate de identificar de forma clara, que defina o que aproxime al lector, un concepto de lo que es o, se deba considerar como un mecanismo de fortalecimiento. Salvo el literal g, artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores, no existe artículo alguno que haga mención a esta figura, que actualmente ha sido, bajo mi opinión, mal concebida por los estructuradores y las calificadoras de riesgo para mejorar la calificación de la emisión de valores.

En razón que, conforme los fundamentos expuesto a continuación, este mecanismo de fortalecimiento no constituye una garantía que respalde al emisor, sino simplemente una herramienta para tratar de mejorar la calificación para atraer más a los inversionistas y por otra parte, asegurar el pago conforme lo establece el programa de emisión, sin que la misma implique una disminución de los riesgos atribuibles al emisor, los cuales tratamos en el capítulo primero.

En un primer acercamiento, a pesar de que no exista un concepto claro de lo que es un mecanismo de fortalecimiento, se ha realizado una revisión de las calificaciones de riesgo de las emisiones de obligaciones autorizadas durante el año 2017 y se han encontrado figuras como la constitución de un fideicomiso mercantil irrevocable de administración denominado “Fideicomiso de Administración – Obligaciones Ales”⁵⁰, la constitución de un encargo fiduciario de gestión denominado “Encargo Fiduciario Ecuagran”⁵¹, o la suscripción de una fianza mercantil solidaria, dada por la compañía Allegro Ecuador S.A., por un monto de USD 16.000.000,00.⁵²

⁵⁰ Class International Rating, “Emisión Obligaciones Industrias Ales (2010 – 15 MM)”, 27 de abril de 2018, <http://classinternationalrating.com/index.php/emision-de-obligaciones-industrias-ales-ca/finish/307/2480>.

⁵¹ Class International Rating, “Cuarta emisión de obligaciones a largo plazo Ecuatoriana de Granos S.A ECUAGRAN”, 14 de julio de 2017, <http://www.ecuagran.com/uploads/documentos/informe-emision-de-obligaciones-ecuagran.pdf>.

⁵² Class International Rating, “Informe Calificación de Riesgo de SUPERDEPORTE S.A”, 2 de febrero de 2018, <https://www.marathonsports.com/images/pdf/2018/02/Extracto%20informe%20calificacion%20de%20riegos.pdf>.

De igual manera, considero importante presentar la calificación realizada por Class International Rating a la cuarta emisión de obligaciones de la compañía Importadora Industrial Agrícola Del Monte S.A. Inmonte, en septiembre del año 2017, en donde menciona lo siguiente en el apartado mecanismo de fortalecimiento:

Adicionalmente, el Emisor se compromete como medida adicional de fortalecimiento de la emisión a constituir una garantía específica que consistirá en una Prenda Comercial de Inventario Rotativo, que contará con una certificación mensual otorgada por el Emisor al Representante de los Obligacionistas.⁵³

En el caso expuesto, Class International consideró que la figura utilizada por la empresa es una especie de garantía específica, aun cuando en el contrato de emisión y prospecto de oferta pública claramente se estableció que la prenda comercial deberá ser considerado como un medio de fortalecimiento de la emisión. Lo cual a mi punto de vista, contraviene lo dispuesto en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y en el artículo 14, sección I, capítulo III, título II del tomo IX de la Codificación de Resoluciones de la Junta Política Monetaria y Financiera.

Por otra parte, anteriormente había indicado que, el mecanismo de fortalecimiento puede considerarse como una cláusula contractual simple, ya que solo involucra un compromiso por parte del emisor, sin la necesidad de realizar actos accesorios que permitan perfeccionar su cumplimiento con los obligacionistas. Sin embargo, existen excepciones en los que, dependiendo del tipo de mecanismo de fortalecimiento utilizado por el emisor, se requieran de solemnidades establecidas en la ley para no ser objetos de nulidad.

Continuando con esta idea, que sucedería en aquellos casos en los que el emisor, se compromete a disminuir la remuneración de aquellos cargos directivos por el tiempo de la emisión, o restringir bonificaciones, o dejar a disposición de los obligacionistas las acciones que mantengan en otras sociedades, bajo esta línea de pensamiento, los pactos para sociales deberían ser considerados como mecanismos de fortalecimiento.

En el Ecuador, los pactos para sociales han ganado mayor espacio en las relaciones entre los integrantes de una sociedad con sus respectivas limitaciones, especialmente a aquellas disposiciones que pretenden limitar la negociación de acciones conforme lo

⁵³ Class International Rating, “Cuarta emisión de obligaciones a largo plazo Importadora Industrial Agrícola del monte S.A INMONTE,” 29 de marzo de 2018, párr. 10, <http://classinternationalrating.com/index.php/importadora-agricola-inmonte-s-a/finish/266/1982>.

establece el artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores que dice que, cualquier limitación a la libre negociación y circulación de valores no establecida por esa ley, no surtirá efectos jurídicos y se tendrá por no escrita.

Por lo tanto, se entendería que los acuerdos para sociales pueden regular cualquier otra relación o disposición respecto al funcionamiento de la sociedad, al respecto el Doctor Roberto Salgado Valdez señala que, pueden los fundadores y promotores dejar constancia de los pactos, lícitos y legales por cierto, a los que hayan arribado a fin de que sean o no materia del contrato social o fuera de él, pero siempre de conocimiento de la Compañía.⁵⁴

Al tratarse de los pactos para sociales como mecanismos de fortalecimiento, Ortega establece que:

El emisor además para hacer más atractivo su instrumento de deuda puede adoptar otra serie de medidas adicionales denominadas limitaciones a la operación de la compañía durante el plazo de emisión. Aquellas limitaciones que supongan delegar facultades que detente la Junta General de accionistas de la sociedad deberán estar expresamente detalladas y especificadas y, para que sean válidas, deberán ser adoptadas con el voto conforme a la mayoría absoluta de las acciones emitidas con derecho a voto o con el quórum mayor que para este efecto establezcan los estatutos respectivos o la ley.⁵⁵

De lo expuesto, los socios o accionistas pueden obligarse a no realizar ciertas funciones durante la vigencia de la emisión, así como limitar las retribuciones de los cargos directivos, u obligarse a no constituir prendas, hipotecas u otro tipo de créditos privilegiados, y en contraprestación se comprometen a que, en el evento de un incumplimiento a este pacto, los obligacionistas tengan la facultad de acelerar el reembolso de la deuda, es decir declarar el programa de emisión en default.

Entonces, es importante hacer las siguientes preguntas: ¿podría considerarse a estos compromisos como mecanismos de fortalecimiento? y, en el supuesto no consentido que pueda ser así, ¿serían suficientes para modificar la calificación de riesgo de forma favorable para el emisor?

⁵⁴ Valdez, Roberto, Tratado de Derecho empresarial y societario. Quito 2015.

⁵⁵ Ortega, A. Mercado de Valores. Teoría General Descriptiva y Legislación Chilena. Santiago de Chile: Ediciones Jurídicas La Ley 1997.

En mi criterio, si nos concentramos simplemente en la práctica, la respuesta sería que estos compromisos para sociales, y cláusulas contractuales compromisorias si pueden ser consideradas como mecanismos de fortalecimiento. Sin embargo, el mercado y los obligacionistas deben tener conocimiento que, estos mecanismos son generados para fortalecer el pago de la emisión de obligaciones, y que la calificación de riesgos no contempla la situación real del emisor, por lo que se concluye que, estos mecanismos de fortalecimiento son requeridos por tres razones principales:

- Garantizar el pago a los obligacionistas o a los tenedores de la inversión.
- Garantizar una correcta colocación en el menor tiempo posible, disminuyendo el riesgo de precio, espera y comercialización por parte del emisor.
- Generar una liquidez inmediata para la compañía, objeto de su interés en el mercado de valores.

En virtud de lo expuesto, es preciso indicar que el trabajo realizado por las empresas calificadoras de riesgo no está dirigido a evaluar la capacidad de pago por parte del emisor, ya que se ha reforzado cuando el emisor presenta algún instrumento que le permita configurar a criterio de la calificadora como un mecanismo de fortalecimiento.

Expuesto en otras palabras, el objeto de la empresa es afianzar su capacidad de pago del programa de emisión y respecto a los montos provenientes del capital y el interés ofertado, reflejándose esta imagen en la calificación de riesgo. Sin embargo, al no existir una definición respecto de esta figura es imperante insistir que, no deberían ser consideradas como garantías de pago frente a los compradores de las emisiones, sino como instrumentos ortodoxos para asegurar el pago.

La elección del tipo de mecanismo dependerá de la estructura de cada empresa, la misma que deberá tener su origen al correspondiente análisis interno de cada institución, y relacionar a esta estructura con las variables que cada programa de emisión que desee estructurar. En anteriores párrafos, se mencionó que las calificadoras solicitan al emisor, la constitución del mecanismo de fortalecimiento para mejorar la valoración de su capacidad crediticia.

Partiendo de esa idea, es necesario considerar que, esta figura no es indispensable en un primero momento y no toda empresa la practica, ya que, en caso que la calificación de riesgo sea la indicada, y la compañía mitigue por si sola cualquier riesgo de

incumplimiento al obligacionista, la emisión únicamente será respaldada por la garantía general.

El principal mecanismo de fortalecimiento para este estudio será el fideicomiso mercantil de administración de flujos, cuyo objeto es la provisión de pagos a través de un tercero administrador de los fondos provenientes de la actividad económica del emisor y que los transfiere a favor de un patrimonio autónomo, aparentando no tener el control ni decisión respecto a su destino. Por otra parte, revisaremos brevemente otras figuras como la fianza mercantil, su estructura, condiciones y particularidades, con el objeto de diferenciarla de otras especies de garantías.

Finalmente en el transcurso de este capítulo, se analizará a profundidad la estructura básica que debe mantener el fideicomiso de administración de flujos para cumplir su objeto, las condiciones e instrucciones impartidas por el constituyente durante y después de la elaboración del contrato, y como estas deben ser dirigidas para que se permita proteger al inversionista que, cabe destacar, bajo mi perspectiva en ningún momento mantiene una relación directa con el administrador fiduciario, y las obligaciones de los sujetos que forman parte de este negocio jurídico.

2. Ventajas y desventajas de los mecanismos de fortalecimiento

2.1. Ventajas

De acuerdo a la normativa vigente, la emisión de obligaciones debe estar amparada en una garantía general, el mismo que constituye los activos libres de gravamen que dispone el emisor al momento de aprobar su emisión. Estos activos deben respaldar por lo menos el ochenta por ciento del monto de obligaciones colocadas, el cual se detalla en el prospecto de oferta pública.

Por otra parte, la calificación de riesgo realiza un estudio respecto a estos activos tomando en consideración dos circunstancias. La primera, es el margen de cumplimiento inmediato del pago a favor de los obligacionistas en caso de un supuesto riesgo crediticio [default] proveniente de las cuentas por cobrar, cuentas por pagar o que las relaciones de pasivos relacionados con el patrimonio no obtengan un índice favorable para el obligacionista. En segundo lugar, si el activo libre de gravamen propuesto por el emisor está en condiciones de ser realizable para el pago de los inversionistas en caso que exista el incumplimiento. En estos casos, el mecanismo de fortalecimiento, otorga una tercera

salida al emisor, ya que puede comprometer bienes de terceros u obtener un pago preferente a otros acreedores de la compañía, lo que generaría una mayor seguridad al momento de comercializar los valores.

Si partimos de la idea en la que, una emisión de obligaciones sea respaldada por los activos de la compañía y cuente con el compromiso de la persona jurídica en proteger al obligacionista, sea que esta protección sea producto de una fianza, o el simple pacto de un pago preferencial a otros acreedores, el valor a emitirse, se convierte en un título más atractivo para el inversionista. Dependiendo el tipo de mecanismo que implemente el emisor, entre más realizable sea, su riesgo de incumplimiento y pago podrían disminuirse, lo cual genera una gran ventaja frente a otros operadores que no se hayan comprometido a generar este mecanismo y simplemente respaldar con la garantía general.

En España, la norma realiza una valoración distinta respecto al límite máximo del monto de la emisión relacionado con el patrimonio del emisor, Rodrigo Uría, en su obra “Derecho Mercantil” nos indica que:

Las sociedades anónimas no tienen libertad para emitir obligaciones en la cuantía que tengan conveniente. La ley reguladora de estas sociedades puso un tope a las emisiones, estableciendo que el total de estas no habría de ser superior al capital social desembolsado. [...] Posteriormente la Ley de 1980 modificó ese tope o límite legal del citado artículo, admitiendo la posibilidad de emitir obligaciones siempre que el importe total de las emisiones no sea superior al capital social desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobador y las cuentas de Regulación y Actualización de Balances.⁵⁶

De primera mano, nos encontramos que el interés de la legislación española, es tener un respaldo más realizable a favor de los inversionistas, dejando a un lado la posibilidad que sea un terreno o edificio, el que asegure el pago en caso de cualquier incumplimiento de la emisión, pero nace la duda de, si la compañía dispone del valor de su capital social o reservas en una cuenta a disponibilidad de la administración para el pago de las obligaciones.

Por una parte, esta disposición tiene sentido, una garantía real implica procedimientos no deseados por los inversionistas, como por ejemplo el inicio de un proceso judicial de embargo y posterior remate de los activos, lo cual implica costos y tiempo en contra de los obligacionistas. Por otra, pensaría que existe contradicción entre esta disposición y el objeto de un proceso de emisión de obligaciones, partiendo de la

⁵⁶ Uría, *Derecho Mercantil*, 447.

premisa que, si la empresa dispone del capital, no requiere apalancar su operación en un proceso de endeudamiento.

Bajo los argumentos expuestos, podemos concluir que, al existir un alto índice de riesgo, la calificadora puede recomendar al emisor que otorgue una garantía específica, tomando en cuenta que el emisor ha dispuesto de todo su activo para cumplir lo dispuesto en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores o un mecanismo de fortalecimiento que permita generar un pronto y seguro pago por parte del emisor. En este escenario Paulina Chérrez Córdova, realiza la siguiente pregunta:

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?⁵⁷

Tratando de contestar esta pregunta, podríamos arriesgarnos a decir que, la garantía específica puede ser constituida por una tercera persona, sea natural o jurídica a favor del Representante de los Obligacionistas, siempre que supere los montos establecidos en la norma o, el emisor puede optar por utilizar un mecanismo de fortalecimiento que permita disminuir los índices de riesgo en el informe emitido por la calificadora de riesgo, sin la necesidad de cumplir con las condiciones establecidas en el artículo 15, sección I, capítulo III, título II del tomo IX de la Codificación de Resoluciones de la Junta Política Monetaria y Financiera. De esta manera, el emisor se beneficia de esta figura que puede ser aplicada y constituida hasta antes de que sus obligaciones sean colocadas en el mercado.

Al no tener normas específicas que regulen al mecanismo de fortalecimiento, podemos atrevernos en asegurar que, si esta figura cumple una función similar a las garantías que legalmente está obligado a otorgar el emisor para respaldar la emisión que, puede ser la general en donde existe un activo libre de gravamen que puede ser puesto a disposición de los obligacionistas al momento de un incumplimiento de conformidad a las facultades que le otorga la ley al representante de los obligacionistas y una específica que puede ser otorgada por un tercero, el mecanismo de fortalecimiento obedece sus mismas reglas.

De tal forma que, este mecanismo puede ser ejecutado bajo dos escenarios: el primero, que la garantía general no alcance a cubrir los montos de capital e interés

⁵⁷ Chérrez, *La determinación de los activos esenciales en el proceso de emisión de obligaciones*, pág. 82.

propuesto en la oferta pública y, el segundo escenario, inmediatamente después que la autoridad de control emite su resolución declarando el default al emisor.

De igual manera, los emisores pueden utilizar a sus accionistas, sucursales o aliados estratégicos en el exterior para que sean ellos quienes respalden o emitan este mecanismo a favor de los obligacionistas, lo cual también genera seguridad al momento de adquirir una inversión. La única condición que determina nuestra legislación en estos casos es que, la entidad extranjera, cuente con una calificación de riesgos otorgada por una calificadora internacionalmente reconocida.

En el caso que, los flujos de la empresa no sean tan holgados o se encuentren comprometidos con otras obligaciones financieras y por consiguiente no se logre una calificación AA+, no se podrán colocar emisiones en el mercado con facilidad, generando mayores costos al emisor. Frente a este tipo de situación, los emisores constituyen mecanismos de fortalecimiento para ofrecer respaldos adicionales al obligacionista y de esta manera alcanzar la calificación necesaria. Por lo que, los emisores más propensos a constituir estos mecanismos son aquellos que no cumplen con garantías comunes suficientes para respaldar sus emisiones.

Boris Alejandro Restovic Candia nos ilustra con su posición respecto a la calificación o rating de un emisor señalando que:

Para poder determinar un nivel de riesgo relativo al bono que se quiere emitir, se debe determinar la solvencia del emisor, para esto se necesitan dos enfoques complementarios. En primer lugar, se necesita un perfil del negocio, enfoque cualitativo, donde a partir de información cuantitativa, principalmente proveniente de los Estados Financieros de la empresa en cuestión, se trata de entender el negocio de la compañía. En segundo lugar, corresponde al perfil financiero, cifras e indicadores que muestren la capacidad de las empresas para cumplir sus obligaciones.⁵⁸

Por lo tanto, las empresas que no tengan una estructura solvente, necesitarán presentar los debidos respaldos, garantías o mecanismos de fortalecimiento para estabilizar su calificación o rating. El rating es la estimación del potencial de un valor, no es una recomendación para comprar o vender, lo más seguro es considerarlo un consejo potencial de la toma de una decisión. Juan Hernández Viguera en su artículo “El casino que nos gobierna” establece que: “[...] los credit ratings son opiniones relativas al riesgo de un crédito; que no son un consejo ni recomendaciones para invertir; que son

⁵⁸ Boris Alejandro Restovic Candia, *Descripción mercado secundario de renta fija y bonos corporativos en Chile* (Santiago: Universidad Santiago de Chile, 2011), pág. 14.

únicamente un factor que los inversores pueden considerar al adoptar decisiones inversoras. Pero la realidad nos muestra que las agencias son un elemento integrante del sistema financiero mundial.”⁵⁹

Por su parte, José Enrique Cachón indica que: “El rating es un estudio económico de un determinado sujeto emisor de valores que tiene por objeto analizar la solvencia económica del mismo. La característica esencial del rating es que dicho estudio se sintetiza en una simple nota que puede expresarse en número o en letras con significado determinado.”⁶⁰

Joaquín López Pascual indica que:

Un rating es una calificación de riesgo de una compañía, es decir una forma, resumida en una notación, de juzgar la capacidad y probabilidad de pago de los intereses y principal de una deuda emitida por parte de la compañía que recibe la calificación [...] Indicador de referencia expresivo de la mayor o menor capacidad o probabilidad de pago en el tiempo estipulado. Es el riesgo crediticio que soporta el inversor que ha prestado sus fondos a la entidad que los recibe. Supone un análisis pasado, presente y futuro de la entidad.⁶¹

Partiendo de las ideas retomadas de estos tratadistas, se genera la idea que, es indispensable que todo emisor cuente con una calificación real y transparente, sin la necesidad de recurrir a figuras jurídicas que aparenten una seguridad para la inversión y simplemente se juzgue sin la debida diligencia, la solvencia de su flujo para cumplir con un programa de pagos.

Este rating va a considerar entre otros factores de medición de riesgo, lo cual finalmente podrá otorgar, al emisor por una parte, el valor recomendable de interés que debe otorgar en su programa de emisión, y por otra al inversionista, un precio real del valor que desea adquirir.

Es un ratio a tener en cuenta antes de adentrarse en un valor, porque si las oscilaciones se encuentran por encima de la media del mercado o de su sector, será un título en el que pueden aprovecharse estas alzas esporádicas para especular a corto plazo. [...] Los inversores deben tener en cuenta los dos tipos de volatilidad que existen. La histórica que

⁵⁹ Juan Hernández Viguera, *El casino que nos gobierna* (Madrid: Ed. Clave Intelectual, 2012), pág. 450.

⁶⁰ Cachón, *200 preguntas sobre los Mercados de Valores*, pág. 397

⁶¹ Joaquín López, “El riesgo y su aplicación práctica en los mercados financieros”, 30 de marzo de 2014, <http://www.joaquinlopezpascual.com/documents/27130/27633/LA+CALIFICACION%20%93N+DE+RIESGO+DE+CR%20%89DITO+O+RATING.pdf/2279c048-08d6-4849-843c-3a4178245ed3>.

hace referencia a la evolución de las variaciones de un valor. La implícita sirve para reflejar las expectativas del mercado sobre la volatilidad de un producto derivado.⁶²

El interés en palabras sencillas es el valor del dinero en el tiempo, cada tipo de interés afectan las cotizaciones de los valores, sean de renta fija o variable. En caso de un alza de los tipos de interés en un programa de emisión de obligaciones, puede ocasionar una disminución del valor de anteriores títulos que se encuentren colocados, por lo tanto, los obligacionistas estarán dispuestos a vender estos valores, con el fin de adquirir unas obligaciones con mayor rendimiento. Por el contrario, una fijación de menor interés, supone un aumento del valor de emisiones anteriores realizadas a mayor interés, teniendo como consecuencia, que el nuevo programa de emisión no tenga la aceptación necesaria por parte los inversionistas.

John Hull. en su obra “Mercado de Futuros y Opciones”, comparte que:

Una tasa de interés en una situación específica define la cantidad de dinero que un prestatario promete pagar la prestamista. Por lo común, para una divisa determinada se cotiza diversos tipos de tasas de interés. [...] Las tasas de interés aplicables en una situación dependen del riesgo de crédito. Éste es el riesgo de que haya incumplimiento por parte del prestamista de los fondos, de tal manera que no se paguen los intereses ni el principal prometido al prestamista. Cuanto mayor es el riesgo de crédito, más alta es la tasa de interés que promete el prestatario.⁶³

Al tener un instrumento que permita asegurar el cumplimiento de una obligación, el interés va a ser menor y, el emisor del programa puede tener confianza de presentar un rendimiento atractivo para los inversionistas. Por medio del fideicomiso de administración de flujos, el emisor trata de gestionar el riesgo utilizando una herramienta que le permite optimizar la variabilidad de los factores que puedan arriesgar su operación, de tal manera que los transfiere al patrimonio autónomo que nace en virtud de este contrato.

Esta transferencia del riesgo se perfecciona al disponer que los deudores del emisor, transfieran a la cuenta del fideicomiso y estos recursos sean utilizados para generar un orden preferente de pago a favor de los tenedores de sus obligaciones y que, en caso que sus deudores no cumpla, sea el emisor quien se comprometa a transferir los

⁶² El Aula del Accionista, “La volatilidad en los mercados”, 6 de marzo de 2018, <https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/AprendaConCaixaBank/aula753.pdf>

⁶³ John C. Hull. *Introducción a los mercados de opciones y futuros* (Ciudad de México: Pearson Education Inc. 2009), pág. 73.

recursos al fideicomiso, de esta manera, se trata de mitigar la volatilidad y mantener el precio de los valores colocados y que su interés sea atractivo para el mercado.

2.2.Desventajas

Debido a la escasa información que permita determinar la naturaleza y alcance del mecanismo de fortalecimiento, y la falta de disposición legal que la regule, es necesario que al momento de suscribir el contrato de emisión y previo a la aprobación del prospecto de oferta pública, se regule sus reglas de ejecución, ya que al tratarse de avales o fianzas emitidas en el exterior o por accionistas residentes en el extranjero, pueda ser de imposible ejecución, o las medidas legales para realizarlo lleguen a ser demasiado onerosas, siendo una desventaja para el inversionista.

Los mecanismos de fortalecimiento tienden a ser innecesarios para compañías consolidadas, cuya vasta trayectoria y prestigio son suficiente respaldo para los compradores de emisiones; de tal manera que, estos mecanismos son utilizados por aquellos emisores que, dejando todo lo demás constante, existe un alto índice de riesgo que incumpla con el programa de emisión, y busca que, el mecanismo de fortalecimiento genere una confianza dudosa en la compra del valor.

En el supuesto caso que, el mecanismo de fortalecimiento sea una figura que pueda ser accionada en territorio ecuatoriano, para su ejecución responde a las mismas reglas que las garantías, por lo que, al tener ambas figuras, bajo mi opinión, va a existir una inclinación por perseguir la garantía general antes que la garantía otorgada como mecanismo de fortalecimiento.

3. Tipos de mecanismos de fortalecimiento

3.1.La fianza

En este apartado, se pretende analizar la naturaleza jurídica de la fianza y como la misma se diferencia de otras figuras de garantía, propuestas en la ley de mercado de valores y que han sido utilizadas como mecanismos de fortalecimiento en los procesos de emisión de obligaciones. En primer lugar, es importante mencionar que, esta figura se encuentra en varias normas nacionales, como el código sustantivo civil, en donde se ejemplifica a la fianza como una especie de la caución, estableciendo una diferencia entre

otros tipos de garantía como la prenda o la hipoteca, debido a como se ejecuta y quien es el responsable principal de la obligación, ya que bajo nuestra legislación no genera las expectativas que esta figura puede ofrecer.

Por su parte, el Código de Comercio hace una breve enunciación de esta figura, aclarando que la misma se diferencia de la fianza civil por asegurar obligaciones de carácter mercantil y que, su celebración debe realizarse exclusivamente por escrito siendo este un requisito formal para su otorgamiento. Ahora, la obligación que se pretenda garantizar debe ser válida, es decir recaer en un objeto lícito, de forma que el cumplimiento de la misma o su extinción conlleve a la fianza por el mismo camino, en consecuencia, de este requerimiento, la fianza debe ser expresa e inequívoca.

Entonces se puede concluir que, todo afianzamiento que tuviere por objeto, asegurar el cumplimiento de un contrato mercantil, aun cuando el fiador no sea comerciante, deberá contemplar el tipo de obligación del contrato principal, pues será este último el que determine si la fianza es civil o mercantil, como consecuencia del carácter accesorio.

En la legislación mexicana, la fianza es un contrato en el que interviene un acreedor, un deudor principal y un fiador, de esta manera, el objeto contractual de este instrumento es que, una tercera persona se obliga a pagar al acreedor si el deudor no lo hace. Esta figura ha ido evolucionando de tal forma, que la figura civil de la fianza sea utilizada por las personas jurídicas, constituyendo de esta manera, una fianza mercantil o empresarial, donde el fiador, es una institución autorizada por la ley para suscribir contratos de esta naturaleza.

El tratadista José María de la Cuesta, en el libro “Contratos Mercantiles” establece:

En cuanto a las garantías personales, el tipo contractual recogido en el Código de Comercio es la fianza mercantil, cuyo régimen es básicamente el mismo que la fianza civil, con unas diferencias mínimas que no afectan, además, a las relaciones fiador- acreedor ni fiador-deudor.⁶⁴

Por su parte, el artículo 2238 del Código Civil determina que, la fianza es una obligación accesoria en virtud de la cual una o más personas responden de una obligación ajena, comprometiéndose para con el acreedor a cumplirla en todo o en parte, sin obligarse a pagar más de lo que deber el deudor. Por lo tanto, de lo que podemos observar,

⁶⁴ José María de la Cuesta Rute, *Contratos Mercantiles* (Barcelona: Editorial Bosch, 2009), 1418.

para que exista una fianza, debe existir un contrato principal en la cual se establezca una obligación principal que se debe garantizar.

La fianza conforme nuestra legislación, no debe extenderse a más que el tenor de lo expreso, es decir a lo acordado por las partes que intervienen en su suscripción. No obstante, esta figura está obligada atender todas las obligaciones accesorias generadas por la prestación principal, como los intereses, las costas judiciales, incluso las indemnizaciones por daños y perjuicios generadas del incumplimiento por parte del deudor principal, considerándose así una garantía personal dependiente, salvo expresión contraria por parte del fiador. En este sentido, José María de la Cuesta menciona:

Al pactarse la fianza puede delimitarse el objeto de la misma, que no tiene por qué ser el total de la deuda principal, sino sólo parte del misma o por un periodo de tiempo determinado. El único límite que pone la ley en este punto es que el fiador puede obligarse a menos que el deudor, pero no a más. El obligarse a menos cubre desde responder por menor [...] ⁶⁵

A diferencia de la hipoteca o la prenda, la fianza, en estricto derecho, presenta mayor seguridad para garantizar una obligación, debido que, quien se obliga es un tercero distinto al deudor principal y puede garantizar deudas futuras cuyo valor es incierto, la misma que será exigible al momento que sea líquida, en el caso de la hipoteca o prenda salvo cláusula contractual en contrario que le permita asegurar cualquier valor futuro, la regla general es que no sea mayor al ciento cincuenta o doscientos por ciento de su valor, ya que se convertiría en una práctica común y abusiva el disponer de bienes que garanticen tres o cuatro veces su valor. El Tribunal Supremo Europeo se ha pronunciado al respecto, señalando que:

El precepto tolera expresamente, no sólo que un tercero garantice el cumplimiento de una obligación existente pero ilíquida, sino también el de una obligación no nacida todavía cuando el afianzamiento se constituye, con tal que quede en ese acto determinada o sea susceptible de serlo en el futuro sin necesidad de un nuevo consentimiento entre el fiador y quien con él hubiera contratado. ⁶⁶

De este pronunciamiento, se desprende que la fianza es una figura perfecta como mecanismo de fortalecimiento dentro de un proceso de emisión de valores, ya que es legalmente factible pactar una fianza sobre obligaciones aún no nacidas o futuras, es

⁶⁵ *Ibidem*, 1422.

⁶⁶ Luxemburgo Tribunal Supremo Europeo, *Sentencia Número 27*, (Luxemburgo: Tribunal Supremo Europeo, 2000).

decir, en caso que la emisión no sea lo suficientemente atractiva, los títulos no serán colocados, por lo tanto, el emisor no tendría valores que pagar, por lo tanto no existe una obligación principal que la fianza deba asegurar de forma subsidiaria.

De igual manera, su origen puede ser más ágil que la hipoteca en razón de las solemnidades que la ley le exige para su validez. Partiendo de la práctica, el deudor incumple por algunas circunstancias, falta de liquidez, afectaciones en su mercado y no tiene los activos suficientes que le permitan cubrir con lo adeudado, por lo tanto, sería ilógico esperar que este deudor insista en garantizar la emisión con sus propios bienes, aun cuando se desconoce cual es el valor total por el cual deberá responder.

Bajo esta premisa, en lugar de perseguir al deudor, cuyos bienes no generan el suficiente flujo para cubrir las deudas, el tercero llamado fiador sería a la persona que el acreedor solicite el cumplimiento de los valores adeudados por el principal, siempre que haya agotado todos los esfuerzos para obligar al deudor principal al cumplimiento de lo obligado.

El beneficio de exclusión que tiene el fiador, es una excepción que tiene para oponerse al pago, señalando de forma precisa y concreta la existencia de bienes del deudor, que son suficientes para cubrir el valor de la deuda. Esta línea de pensamiento nos conduce a determinar que, la naturaleza de la caución que otorga esta garantía de carácter personal difiere de otras figuras como la hipoteca o prenda, donde son los bienes del propio deudor, los que supuestamente satisfacen al acreedor en cumplir con la obligación de pago y no las de un tercero, al tratarse de la fianza con renuncia a su beneficio de excusión y obligación solidaria.

Ahora, las emisiones utilizan a la fianza de socios, accionistas o entidades financieras en el exterior como un mecanismo de fortalecimiento. Sin embargo, previa a la aprobación del prospecto de oferta pública, la autoridad no considera las reglas que determina la ley para su validez y posible ejecución, como, por ejemplo, la obligación del fiador en tener bienes suficientes en el país para poder cumplir con el objeto de su fianza, y elegir jurisdicción de la Corte Provincial. Esto denota, la falta de protección al inversionista, tanto por la calificadora de riesgo como por la entidad de control, pues la fianza generada por una persona extranjera no domiciliada en el país, podría dejar de cumplir su obligación, perjudicando al emisor.

En la legislación española, existen figuras como la co fianza y sub fianza, que buscan generar una mayor protección a los acreedores, no obstante, al no establecerse

expresamente en nuestra legislación cabría la pregunta respecto a si estas serían aplicables en nuestro país sin el riesgo a que, al momento de querer ejecutarlas, se declare su nulidad.

3.2.El encargo fiduciario

En esta sección, creemos necesario incorporar al encargo fiduciario como otro mecanismo de fortalecimiento, debido a que es conveniente diferenciarlo del fideicomiso de administración de flujo que será analizado en el siguiente apartado. Bajo la legislación colombiana, el encargo fiduciario es una especie de mandato que podía ser con o sin representación, diferenciándolo del fideicomiso mercantil, debido a que no existe un efectivo acto de transferencia de bienes, sino una mera entrega sin constituir un patrimonio autónomo.⁶⁷

Al igual que, en el derecho colombiano, nuestra norma que regula al encargo fiduciario remite a la norma civil y mercantil relacionadas con el mandato y comisión mercantil respectivamente, lo cual nos permite concluir que, el encargo fiduciario se trata de un instrumento de confianza entre el constituyente y el fiduciario en el que, el mandatario es una persona jurídica calificada en negocios fiduciarios.

Por lo expuesto, el encargo no permitiría generar la misma seguridad que el fideicomiso mercantil de administración de flujos, pues los derechos de cobro y disposición de los recursos se mantienen en el emisor, el mismo que podría hacer uso en el momento que lo requiera, lo cual no estaría brindando un fortalecimiento a la emisión. De forma expresa, la Ley de Mercado de Valores en su artículo 114 determina que:

[...] En este contrato se presentan los elementos subjetivos del contrato de fideicomiso mercantil, pero a diferencia de este no existe transferencia de bienes de parte del constituyente que conserva la propiedad de los mismos y únicamente los destina al cumplimiento de finalidades instituidas de manera irrevocable. Consecuentemente, en los encargos fiduciarios, no se configura persona jurídica alguna.⁶⁸

Claudio Kiper y Silvio Lisoprawski en su obra “Tratado de Fideicomiso” establece que:

Los denominados encargos fiduciarios o de confianza que suelen utilizarse en operaciones de bancarias, a diferencia del fideicomiso, no suponen la transferencia de la propiedad de los bienes al fiduciario sino una figura que se alinea con el mandato, [...] la

⁶⁷ Ernesto García Rengifo, *La Fiducia mercantil y pública en Colombia* (Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2011), pág. 49.

⁶⁸ Ecuador, *Código Orgánico Monetario y Financiero*, Registro Oficial 332, art. 114.

figura del encargo fiduciario conferido al representante de obligacionistas, que, con características, en definitiva, se subsume en un mandato y el fiduciario del encargo un mandatario.⁶⁹

El aporte brindado por este tratadista, nos permite comprender que, este negocio de confianza en la legislación argentina, tiene una gran diferencia con el convenio de representación de los obligacionistas que debe celebrar el emisor previo a la suscripción del contrato del programa de emisión. En este sentido, es pertinente mencionar que nos encontramos frente a la interrogante, ¿si el encargo fiduciario es considerado un mecanismo de fortalecimiento y, este negocio es comparado con el de representación de obligacionistas, qué naturaleza tiene este último negocio jurídico bajo nuestra legislación? En el subcapítulo de los comparecientes, hablaremos con mayor profundidad respecto a este particular.

Es prudente mencionar que, el emisor continúa ejerciendo los derechos de pago respecto de los fondos aportados al encargo, lo cual, no genera ningún tipo de seguridad al inversionista, ya que los fondos pueden ser destinados a otras deudas generadas por la empresa. Entonces, a falta de norma en la que se dispongan las condiciones mínimas para considerar al encargo fiduciario como un mecanismo de fortalecimiento, se puede concluir que no existe el suficiente control de su uso a favor de los obligacionistas.

3.3.El protector de bolsa

Para concluir, en el régimen español, se ha introducido la figura del protector del inversor de la Bolsa de Madrid, que tiene por objeto atender los requerimientos de los inversionistas de esta institución, quien anualmente realiza publicaciones de los casos puestos en su conocimiento, que reciben una gran valoración entre los participantes del mercado madridista. Las funciones de este protector, se encuentran establecidas en la circular 8/1991 y las normas de procedimiento publicadas en el Boletín de Cotización de la Bolsa de Madrid el 22 de mayo de 1922. Una vez que, el protector conoce de reclamos por parte de los inversionistas, solicita antecedentes de los emisores a otras instituciones con el fin de armar un juicio de valor y pueda dictar una resolución. A pesar de que, las decisiones del protector no son de obligatorio cumplimiento, existe un nivel elevado de acatamiento por parte del mercado.

⁶⁹ Kiper y Lisoprawski, *Tratado de Fideicomiso*, pág. 28.

Como se puede evidenciar, existen varias figuras que pueden y son utilizadas como mecanismos de fortalecimiento, lamentablemente no existen normas que permitan su regulación que, en caso de algún incumplimiento por parte del emisor, estas puedan tener una ejecución más ágil o preferente frente a otros acreedores.

4. El Fideicomiso de administración de flujos como un mecanismo de fortalecimiento

4.1. Fideicomiso de administración

En México, Cervantes Ahumada⁷⁰ dice que, el acto constitutivo de fideicomiso es siempre una declaración unilateral de voluntad. Puede ser que el fideicomiso se contenga dentro de un contrato, pero no será el acuerdo de voluntades lo que constituya el fideicomiso, sino que éste se constituirá por la voluntad del fideicomitente. Distinguiéndose de forma clara una posición respecto que el fideicomiso debe ser considerado un negocio jurídico unilateral y no un acto jurídico plurilateral como lo determina nuestra norma, por ser un acto que nace o se configura por voluntad de las partes.

Diego Gómez De La Torre señala que:

Es el acto jurídico por el que se transfiere uno o más bienes a un patrimonio autónomo, mismo que será administrado por una persona jurídica, de acuerdo a las reglas estipuladas en el contrato; y que luego de cumplirse la condición o finalidad establecida por el constituyente(s), se transferirá dicho patrimonio, más lo que haya producido, al beneficiario(s) designado en el acto.⁷¹

Por su parte, Pedro Gutiérrez indica que:

Entendemos por fideicomiso el acto jurídico que tiene como consecuencia la transmisión de un bien con el objeto que el beneficiario, llamado fiduciario, cumpla un encargo (encargo que constituye una estipulación a favor de un tercero llamado beneficiario), que el dador de los bienes (llamado fideicomitente o fiduciante) desea asegurar, por lo que el fiduciario actuará como titular del bien a nombre propio, pero en beneficio del tercero, quedando obligado a devolver los bienes que resta, una vez cumplido el encargo, a otra persona llamada destinatario final o fideicomisario⁷²

⁷⁰ Gisela Pérez y Leticia Gutiérrez, “Efectos de la naturaleza jurídica del fideicomiso en el sistema jurídico mexicano”, *Información Jurídica Inteligente*, n.º 51 (2009): pág. 143-169:

⁷¹ Diego Gómez, *El fideicomiso mercantil* (Quito: Albazul Offset, 1998), pág. 4.

⁷² Pedro Gutiérrez, *Los Fideicomisos y las Obligaciones Negociables* (Mendoza: Ediciones Jurídicas Cuyo, 1998), pág. 23.

Lavalle Zago⁷³ en su obra *Contratos Modernos*, señala que el Fideicomiso es un contrato, puesto que, enmarca la voluntad de dos o más personas para crear, transmitir, reconocer, declarar, modificar o extinguir derechos y obligaciones. En la obra *Fideicomiso. Finalidades en los ámbitos familiar y de negocios. Funciones del fiduciario. Patrimonios separados. Protección de los beneficiarios. Administración* de Jorge Hayzus⁷⁴, se define a este contrato como un acuerdo de voluntades, en el cual, el constituyente transfiere sus bienes a un patrimonio autónomo o asigna beneficios económicos derivados de la propiedad con efectos hacia futuro. Aunque fuera concebible que el dueño estableciese el destino de sus bienes en proyección al futuro, para lo cual es necesario prever su estructura de forma segura.

El fideicomiso de administración, conforme nuestra legislación es un contrato mercantil, que conforme el artículo 109 de la Ley de Mercado de Valores se define como:

[...] aquel en el que una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.⁷⁵

Esta transferencia no tiene todos los atributos de la propiedad, no se realiza a favor de una persona determinada, sino como una afectación prevista para un fin concreto, el móvil por el cual se lo celebra conforme la teoría de los patrimonios impersonales. No aplica el *Jus abutendi*, su transferencia no es perpetua sino temporal, y surge condicionada a que el fiduciario utilice dichos bienes en el destino previsto en el instrumento constitutivo.⁷⁶ A diferencia de otras teorías, como la teoría objetiva que establece la facultad de la persona en poder disponer de dos o más patrimonios, de tal forma que pueda dividirse en varias masas cuando un fin así lo requiera. Finalmente, la teoría del patrimonio especial o separado que es aquel que tiene deudas propias, en la que

⁷³ Eduardo Lavalle, *Contratos Modernos* (Lima: Ediciones Jurídicas, 2008), pág. 289.

⁷⁴ Jorge Roberto Hayzus, *Fideicomiso. Finalidades en los ámbitos familiar y de negocios. Funciones del fiduciario. Patrimonios separados. Protección de los beneficiarios. Administración* (Buenos Aires: Astrea, 2000), pág. 206.

⁷⁵ Ecuador, *Código Orgánico Monetario y Financiero*, art. 109.

⁷⁶ Charles Alexander Sablich, Huamani, "El contrato de fideicomiso: regulación y perspectivas de desarrollo en el Perú", (tesis de grado, Universidad Nacional "San Luis Gonzaga" de ICA, sede Perú, 2010), 100, https://issuu.com/charlesalexandersablichhuamani/docs/el_contrato_de_fideicomiso_regulaci.

se localizan las obligaciones y responsabilidades que nacen del mismo, y que no sufren los efectos de operaciones realizadas de la persona.⁷⁷

Lo interesante y atractivo de esta figura es que, los bienes entregados en título de fideicomiso no pueden ser objeto de embargo por parte de los acreedores del emisor, lo cual, hasta cierto punto puede generar una seguridad al inversionista. El concepto de inembargabilidad en materia fiduciaria se relaciona directamente con el concepto de propiedad fiduciaria y significa que los acreedores del fideicomitente o del fideicomisario, según sea el caso para el que están imposibilitados de afectar el patrimonio autónomo, teniendo en cuenta que los bienes por la propia naturaleza del fideicomiso han sido transmitidos en propiedad a la fiduciaria.⁷⁸

Este patrimonio autónomo, está dotado de personalidad jurídica, e implica un patrimonio distinto a quien lo constituye, siendo el administrador fiduciario el representante legal y por lo tanto el legitimado para que, las instrucciones emitidas por el constituyente sean ejecutadas de conformidad al contrato de fideicomiso, cumpliendo con la parte formal de este instrumento.

En la legislación mexicana, no se genera una personalidad jurídica al fideicomiso, ya que el mismo solo es considera como un contrato, de esta manera el patrimonio transferido por el constituyente no es considerado propiamente como autónomo sino en afectación, el mismo que se enlaza con los derechos y obligaciones que se atan por un fin común. Rafael Rojina Villegas, define al patrimonio en afectación como: *“el conjunto de bienes y deudas inseparablemente ligados porque todos ellos se encuentran afectados a un fin económico.”*

Cabanellas sostiene que, este tipo de figuras jurídicas se sustentan en la disposición de última voluntad,⁷⁹ por lo tanto se encarga o entrega la confianza al fiduciario para que, únicamente este lo administre y ejecute el encargo otorgado por el fideicomitente por cuenta y no a nombre de éste. Por consiguiente, el fideicomiso implica el ejercicio de un derecho real por parte del fiduciario, y que puede llegar a ejercerse posteriormente por el beneficiario o constituyente si se cumple una condición.

Kiper, Claudio y Lisoprawski, Silvio, mencionan que:

⁷⁷ José Castán Tobeñas, *Derecho Civil Español, común y fora*, (Madrid: Reus S.A, 2007).

⁷⁸ Pérez y Gutiérrez, “Efectos de la naturaleza jurídica del fideicomiso en el sistema jurídico mexicano”, pág. 143-169

⁷⁹ Guillermo Cabanellas de Torres, *Diccionario Jurídico Elemental* (Buenos Aires: Heliasta S.R.L, 1993), pág. 133.

Una de las características que hacen necesario al fideicomiso como figura apta para negocios, de inversión o garantía, es el relativo aislamiento con que las legislaciones latinoamericanas, como las de México, Colombia y, ahora la nuestra, protegen los bienes fideicomitidos, separándolos del resto de los bienes de propiedad plena del fiduciario, por medio de un denominado patrimonio autónomo o de afectación. Por medio de este aislamiento, existe la posibilidad de rechazar la acción de los acreedores del fiduciario, por deudas que guardan vinculación con la fiducia.⁸⁰

Jorge Hugo Lascala. (2003), nos enseña que:

Esa fiducia, la confianza o fe del constituyente, generadora de un fideicomiso, es la base moral de creación de un acto mediante el cual el constituyente o fiduciante transfiere los bienes de su patrimonio propio a otro patrimonio caracterizado por una afectación a una finalidad particularizada, que otro sujeto incorpora a su titularidad dominal con ciertas restricciones que solamente le permiten poseerlo y administrarlo, para el cumplimiento de un determinado fin que precisamente se obtendrá en función de esa administración ejercida por quien los recibe.⁸¹

Por lo tanto, al constituirse este patrimonio independiente, se está excluyendo del principio general de prenda a favor de los acreedores. No obstante, será oportuno analizar si el motivo por el cual se realizó el fideicomiso, tiene como fin la evasión o fraude a los acreedores, lo cual podría ocasionar la invalidación o nulidad de esta figura jurídica. Así mismo, ese importante resaltar que, si bien los acreedores no podrán acceder a los bienes que forman parte de este patrimonio, no les impide apropiarse de los frutos producidos de los mismos.

Cada patrimonio autónomo o fideicomitado, debido a que goza de personalidad jurídica conforme nuestra normativa, bajo ninguna circunstancia puede ser considerado como una sociedad civil o mercantil conforme el Código Civil o la Ley de Compañías. Por el contrario, se considera únicamente como una ficción jurídica capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones a través del fiduciario, en atención a las instrucciones señaladas en el contrato.⁸²

En esencia, todo fideicomiso contiene disposiciones de administración, no obstante, para nuestra investigación, es importante realizar un análisis del contenido de los fideicomisos de administración de flujos utilizados como mecanismo de fortalecimiento de emisión de obligaciones, con el fin de conocer cuáles son sus particularidades, y como estos pueden asegurar el pago a los obligacionistas, tomando en

⁸⁰ Kiper y Lisoprawski, *Tratado de Fideicomiso*, pág. 68.

⁸¹ Lascala, *Práctica del Fideicomiso*, pág. 109.

⁸² Ecuador, *Código Orgánico Monetario y Financiero*, art. 109.

cuenta que el objeto o causa que motiva la constitución del fideicomiso es la creación de un interés económico a favor del beneficiario plasmado en el contrato.

4.1.1. Generalidades y condiciones del fideicomiso de administración de flujos

La principal característica de este negocio jurídico es que, debe ser celebrado mediante escritura pública conforme lo determina el artículo 110 de la Ley de Mercado de Valores, transfiriendo al patrimonio autónomo la propiedad de los bienes, a diferencia del encargo fiduciario en el cual sólo existe la mera entrega de los bienes.⁸³ Bajo esta figura, el emisor pretende disminuir los niveles de riesgo del cumplimiento de las condiciones determinadas en su prospecto de oferta pública, ya que este contrato mantendrá su vigencia hasta el cumplimiento del objeto por el cual es creado, es decir, hasta que, se realice el pago de la última obligación que se coloque en el mercado.

El objeto principal del fideicomiso de administración de flujos es obtener los bienes y derechos aportados por el constituyente del fideicomiso, en el acto constitutivo del instrumento que origina su nacimiento, en este caso el contrato, o que puedan ser transferidos en el futuro, en los cuales se encuentran principalmente los flujos, para que sean administrados por la fiduciaria y sean destinados irrevocablemente al cumplimiento de las instrucciones impartidas por el Constituyente/ Emisor, configurándose al mismo tiempo un mandato a favor de la fiduciaria.

Estos flujos, son las sumas de dinero que los deudores del emisor se han comprometido a cancelar, de acuerdo a los términos y condiciones pactados en cada una de las relaciones jurídicas que mantengan y que serán utilizadas para generar el pago de capital y rendimiento a favor de los tenedores de las obligaciones.

De forma general, el Emisor transfiere a título de fideicomiso mercantil, los derechos que le asisten como acreedor de otros operadores, y que conforme a la normativa contable cumplan entre otras condiciones, estar registrado en sus estados financieros como cuentas por cobrar y, cuenten con el documento que habilite o demuestre la obligación, entre las cuales se encuentran otros valores como, letras de cambio, pagarés o facturas.

Bajo esta figura, una de las ventajas es que, el fideicomiso genera la posibilidad de transferir derechos de flujos que se esperan que existan, convirtiéndolos en un valor

⁸³ *Ibidem*, art. 112.

presente como fuente de financiación, lo cual es totalmente permitido por nuestra normativa, conforme lo señala el artículo 117 de la Ley de Mercado de Valores que dice:

Los bienes que no existen pero que se espera que existan podrán comprometerse en el contrato de fideicomiso mercantil a efectos de que cuando lleguen a existir, incrementen el patrimonio del fideicomiso mercantil.⁸⁴

Así, la obligación del emisor establecida en su prospecto de oferta pública y su contrato de emisión pueden garantizarse. Al estructurar un fideicomiso mediante la transferencia de flujos futuros es imprescindible individualizar cada una de las relaciones comerciales que mantiene el emisor de tal manera que permitan otorgar el fundamento legal al fideicomiso, para que los deudores tengan conocimiento respecto a quien deben dirigir el pago de sus obligaciones.

Se aclara entonces que, corresponde exclusivamente al fideicomiso de administración, el derecho y la facultad de recibir los flujos en virtud que el derecho de cobro de los mismos es aportado por el emisor al patrimonio autónomo sin que exista la posibilidad de que sus acreedores inicien acciones legales que impidan su administración.

Para que este fideicomiso sea considerado como una medida de fortalecimiento de un proceso de emisión de obligaciones, el constituyente debe obligar al fideicomiso a que, una vez que reciba estos flujos, los transfiera a favor de los obligacionistas, por medio del agente de pago determinado en el prospecto de oferta pública.

Es necesario aclarar que, el agente pagador, es una persona jurídica que el emisor está en la obligación de contratar con el fin que, esta institución realice los pagos de su emisión, tanto de interés y capital, sean transferidos a los inversionistas en las fechas y condiciones estipuladas en la escritura de emisión.⁸⁵

De igual manera, debido a la naturaleza de este instrumento, el fideicomiso puede obligarse a provisionar los flujos necesarios que permitan acumular el dividendo, compuesto de capital e interés, según lo determine el contrato y que el Emisor se encuentra obligado a pagar. Sin embargo, el fiduciario no garantiza con su actuación que los resultados y finalidades pretendidas por el constituyente efectivamente se cumplan.

El fiduciario responde hasta por culpa leve en el cumplimiento de su gestión, que es de medio y no de resultado; esto es, que su responsabilidad es actuar de manera

⁸⁴ Ibidem, art. 107.

⁸⁵ Ibidem, art. 8.

diligente y profesional a fin de cumplir con las instrucciones determinadas por el constituyente con miras a tratar de que las finalidades pretendidas se cumplan.⁸⁶

Otra atribución o instrucción que puede otorgar el Emisor en su calidad de constituyente del fideicomiso es que, una vez que se realice el pago de capital e interés a favor de los obligacionistas, se cubran los costos de administración del fideicomiso, tenga la facultad de invertir los recursos en efectivo del fideicomiso en una institución financiera, mercado bursátil, mercado privado y/o en los instrumentos de inversión designados por el constituyente.

Bajo lo expuesto, es importante mencionar que, el fideicomiso de administración de flujos, en mi opinión no presenta una seguridad a los inversionistas, por lo tanto, no debe ser considerado como un mecanismo de fortalecimiento, ya que los flujos siguen proviniendo de las cuentas por cobrar a favor del emisor, convirtiéndose simplemente en un medio para evitar que el emisor utilice estos recursos en otros gastos. Al momento que, el emisor utiliza esta herramienta para mejorar su calificación, podría inducir a un engaño al inversionista que desconoce de esta figura o respecto al mercado, ya que por simple inspección no podría conocer el trasfondo de su estructura.

De igual manera, la Calificadora de riesgo está generando una apreciación errónea de la capacidad de pago del emisor, ya que el fideicomiso dependerá de los flujos provenientes de la operación de la empresa. En estricto sentido práctico, no se mejora la capacidad económica del cliente, sino que el canal de pago estará supuestamente asegurado por el administrador fiduciario. Bajo esta premisa, la Calificadora de riesgo genera un acto doloso, al informar de manera errónea a un inversionista que la capacidad de pago y otros aspectos del emisor son solventes, cuando lo único que hace el fideicomiso de administración es asegurar un pago que puede no darse por la falta de recursos proveniente de los clientes del emisor.

Es común que los fideicomisos sean utilizados como medios de garantía en distintos sectores comerciales. Sin embargo, es preciso señalar que la operación, estructura, gestión, y administración de los fideicomisos mercantiles señalados en nuestra ley, son diversos en relación al objeto de su constitución. Lo que permite concluir que, no siempre el fideicomiso es la figura más segura o idónea para garantizar un negocio, y no son exitosos en el cien por ciento de los casos.

⁸⁶ Ibidem, art. 125.

Lo cual, no debería ser considerado como un mecanismo de fortalecimiento, y peor aún que, deba ser un factor que influya en la calificación de riesgo de la emisión. Ahora bien, hay que entender que, toda cartera tiene un índice de riesgo respecto a su cobro, lo cual genera una mayor o menor demanda de la misma al momento de su venta.

4.1.2. Comparecientes

Para constituir un fideicomiso de administración de flujos, para que sea utilizado como un mecanismo de fortalecimiento de una emisión de obligaciones se requiere de tres partes fundamentales, el constituyente, el beneficiario y el administrador fiduciario. Como se explicará más adelante, el beneficiario en este caso es imprescindible ya que, su comparecencia la realiza en representación de los futuros inversionistas de las obligaciones.

Sin embargo, existen legislaciones que determina lo contrario. En este sentido, Kiper, Claudio y Lisoprawski, Silvio, mencionan:

[...] en rigor técnico las partes son dos: el fiduciante el fiduciario, porque el beneficiario y/o el fideicomisario pueden coincidir ab initio o finalmente con el fiduciante. Si así no fuera, es decir que estos últimos sean distintos al fiduciante, en tal caso estaríamos frente a terceros en cuyo favor se hace una estipulación que pueden o no aceptar.⁸⁷

El artículo 115 de la Ley de Mercado de Valores determina que, los constituyentes de los fideicomisos mercantiles pueden ser personas naturales o jurídicas privadas, públicas o mixtas, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, quienes transferirán el dominio de los bienes a título de fideicomiso mercantil, quien suscribe el contrato principal se denomina constituyente y, quien con posterioridad se adhiere al fideicomiso se denomina constituyente adherente.

Hayzus⁸⁸, establece que el fiduciante o constituyente es, el promotor o impulsor del fideicomiso y aporta la dotación de bienes que le confieren sustancia a este acto jurídico. De igual manera, es el encargado de indicar quienes serán los destinatarios del activo transferido o fideicomitado, sujeto a las cláusulas que establecen la forma y el tiempo en que la entrega ha de ocurrir. Quien constituye el fideicomiso de administración

⁸⁷ Kiper y Lisoprawski, *Tratado de Fideicomiso*, pág. 188.

⁸⁸ Hayzus. *Fideicomiso. Finalidades en los ámbitos familiar y de negocios*, pág. 206.

en este caso es el emisor de la obligación, quien transfiere recursos para que el fiduciario lo administre conforme las instrucciones establecidas en el contrato de constitución.

Por otra parte, los beneficiarios son las personas naturales o jurídicas privadas, públicas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica designadas como tales por el constituyente en el contrato o posteriormente si en el contrato se ha previsto tal atribución, incluso en el contrato se puede asignar a una persona que al momento de constitución no exista, pero se espera que exista.

A falta de estipulación en el contrato constitutivo, se tendrá como beneficiario al mismo constituyente o a sus sucesores de ser el caso. Travis Arias Purón, en su obra *Derecho Corporativo Empresarial*, establece que:

Pueden ser beneficiarios del fideicomiso o fideicomisarios las personas que tengan la capacidad necesaria para recibir el provecho que el fideicomiso implica. El fideicomisario puede ser designado por el fideicomitente en el acto constitutivo del fideicomiso o en un acto posterior. El fideicomiso es válido, aunque se constituya sin señalar fideicomisario, siempre que su fin sea lícito y determinado, y conste la aceptación del encargo por parte del fiduciario.⁸⁹

Criterio contrario sostienen Kiper, Claudio y Lisoprawski, Silvio, quienes señalan:

[...] se autoriza que el beneficiario y el fideicomisario sean sujetos distintos, de existir tal desdoblamiento, hay cierto consenso en admitir que el primero es aquel en cuyo beneficio se “administran” los bienes fideicomitidos y posibles beneficiarios de algunas prestaciones, mientras que el segundo es el destinatario final de los bienes fideicomitidos, una vez cumplido el plazo o condición a que está sometido el dominio fiduciario. Por ello, para la hipótesis de que beneficiario y fideicomisario sean efectivamente personas distintas, se ha previsto que el fideicomisario sea el beneficiario residual.⁹⁰

Bajo estas dos opiniones brindadas por grandes tratadistas, es oportuno optar por una postura, ya que ambas percepciones parecen estar acertadas. De esta forma, es prudente acoger lo mencionado por Jorge Lasca, que dice:

La totalidad de la doctrina critica la extensión a cuatro del número de personas intervinientes, reduciéndola al clásico y tradicional número de tres, coincidiendo en que tal distinción acarrea dificultades. Así ORELLE sostiene que no cabe tal diferenciación,

⁸⁹ Ricardo Travis Arias Purón, *Derecho corporativo empresarial*, (Ciudad de México: Grupo Editorial Patria, 2015), pág. 296.

⁹⁰ Kiper y Lisoprawski, *Tratado de Fideicomiso*, pág. 188.

y utiliza las figuras del beneficiario y fideicomisario como sinónimos, señalando que el beneficiario podría ser de dinero, mientras que el fideicomisario, de bienes.⁹¹

Tratándose de un fideicomiso de administración, mediante el cual el emisor se obliga a transferir recursos que permitan asegurar a los obligacionistas, el pago de su inversión es necesario que estos figuren como los beneficiarios. La ley argentina introduce al beneficiario en el esquema contractual mediante dos requisitos, la individualización y la aceptación del beneficiario, ya que nadie está obligado a conformar una situación jurídica contra su voluntad.

Pero hay que distinguir entre el beneficiario que participa del acto de celebración del contrato de fideicomiso y el que lo conoce después. Perfeccionado el contrato con la aceptación del beneficiario, se entiende que sus derechos se encuentran derivados del contrato, con las modalidades y los alcances que sus cláusulas determinen y es quien debe recibir, los bienes determinados en este instrumento. Lascala señala que:

Por un lado, contamos con los beneficiarios titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario, o de cuotas partes sobre él, y por el otro, con los que lo son respecto de los títulos representativos de deuda garantizada con los viene fideicomitados. Estas dos categorías de beneficiarios no son excluyentes, y uno más sujetos pueden ser titulares de ambas categorías de beneficios cartulares, los que, salvo estipulación en contrario, se beneficiarán por igual o en cualquier proporcionalidad de acuerdo con sus respectivas tenencias, otorgando los mismos derechos los títulos que se posean dentro de cada clase.⁹²

Pedro Gutiérrez nos brinda su visión del beneficiario ex post señalando que:

El beneficiario no interviene en el contrato, aunque es a favor de quien se constituye. [...] Puede ser que la persona designada no llegue a existir, caso en el cual el beneficiario será el fideicomisario y si tampoco este llegara a existir, se entiende que es el fiduciante [...] el contrato puede designar más de un beneficiario que reciban los beneficios que reciban en forma individual o en conjunta.⁹³

Como se indicó anteriormente, el mecanismo de fortalecimiento al ser un instrumento para asegurar un pago a favor de los obligacionistas, el contrato de fideicomiso debe ser otorgado a favor y suscrito por medio del representante de los obligacionistas, en su calidad de beneficiario, aun cuando no sea este sujeto quien reciba los recursos, sino sus representados, por medio del agente de pago contratado por el emisor. En ningún caso, el fiduciario puede ser el beneficiario de este contrato, ya que,

⁹¹ Jorge Lascala, *Práctica del Fideicomiso*, pág. 87.

⁹² *Ibidem*, pág. 280-281.

⁹³ Gutiérrez, *Los Fideicomisos y las Obligaciones Negociables*, pág. 100-101.

como lo menciona Charles Sablich en su obra *“El contrato de fideicomiso: regulación y perspectivas de desarrollo en el Perú”*:

El fideicomiso se hace con el fin de beneficiar a un tercero o bien puede ser a la misma persona que entrega los bienes para su administración por medio del fideicomiso, no es posible que quien administra el fideicomiso, reciba a la vez los beneficios derivados de este.⁹⁴

Por lo tanto, el contrato de fideicomiso de administración de flujos para que sea considerado como un mecanismo de fortalecimiento bajo la concepción de la calificadora de riesgos y el ente de control, debe ser suscrito por el emisor en su calidad de constituyente, y el representante de los obligacionistas en su calidad de beneficiario.

4.1.3. Otras obligaciones del emisor

En el capítulo anterior se explicó de forma general, cómo funciona el fideicomiso de administración y cuáles son las obligaciones de cada una de las partes que suscriben el contrato de constitución. No obstante, es menester exponer otras obligaciones que tiene el emisor, con el propósito que, el lector las tenga presente al momento que, decida utilizar esta figura o deba estructurarla.

Bajo la premisa que, la fiduciaria cumple una función de administrador de los flujos otorgados por el emisor, y que tiene por instrucción pagar los valores correspondientes a las obligaciones adquiridas por los inversionistas, es el emisor quien debe poner en conocimiento de la fiduciaria, la fecha de colocación de los valores del proceso de emisión de obligaciones. Recae en lo evidente esta obligación, ya que la falta de esta información, o el incumplimiento de esta obligación por parte del emisor, ocasionaría la imposibilidad de cumplir con el objeto del contrato de fideicomiso, eximiendo de toda responsabilidad al fideicomiso.

Pero que sucede en aquellos casos en los que, el fideicomiso no cuenta con los recursos suficientes para cumplir con su objeto, Pedro Gutiérrez menciona que:

El desequilibrio patrimonial que ocasiona la cesación de pagos es una situación que el patrimonio común de una persona conduce al concurso preventivo o a la quiebra. Ese desequilibrio también puede presentarse en el patrimonio fiduciario, cuya existencia puede terminar. [...] la ley ordena que se liquide el patrimonio fiduciario en caso de insuficiencia para atender a sus obligaciones, salvo que en el acto de constitución del

⁹⁴ Sablich, “El contrato de fideicomiso: regulación y perspectivas de desarrollo en el Perú”, 35.

fideicomiso se hubiesen previsto otros recursos que deberían aportar el fiduciante o el beneficiario.⁹⁵

No hay que olvidar que, este fideicomiso fue constituido para asegurar un pago a favor de los obligacionistas, de tal manera que, en caso de una insuficiencia de recursos, las consecuencias no solo van dirigidas al fiduciario, sino también al emisor, quien por orden de la asamblea de representantes de obligacionistas podría ordenar la declaratoria de vencimiento anticipado de los valores colocados por el incumplimiento del programa de emisión.

En caso de que, los deudores del emisor, no realicen la transferencia de los flujos conforme las instrucciones y previsiones del Emisor, este último está en la obligación de transferir a favor de las cuentas del fideicomiso los fondos que se requieran para el cumplimiento de las instrucciones fiduciarias, cuando dentro del patrimonio autónomo no existan recursos suficientes para hacerlo, mediante la entrega directa de recursos monetarios.

4.1.4. Otras obligaciones del administrador fiduciario

Como toda persona a quien se confía bienes o patrimonio por parte de un terceros, el administrador de fiduciario tiene obligaciones legales y contractuales, originadas por el contrato de constitución. Por mandato de la ley:

El fiduciario ejercerá la personería jurídica y la representación legal del fideicomiso mercantil, por lo que podrá intervenir con todos los derechos y atribuciones establecidas en el contrato de constitución, como sujeto procesal, bien sea de manera activa o pasiva, ante las autoridades competentes en toda clase de procesos, trámites y actuaciones administrativas o judiciales que deban realizarse para la protección de los bienes que lo integran, así como para exigir el pago de los créditos a favor del fideicomiso y para el logro de las finalidades pretendidas por el constituyente.⁹⁶

En caso que, el fiduciario, en el ejercicio de su función de administrar este patrimonio, ocasiona un daño, está obligado a repararlo, siguiendo este argumento, Kiper y Lisoprawski señalan que:

En nuestro derecho positivo coexisten dos sistemas de responsabilidad civil, el contractual y extracontractual. Ello se traduce en dos diferencias importantes. Una se

⁹⁵ Gutiérrez, *Los Fideicomisos y las Obligaciones Negociables*, pág. 85.

⁹⁶ Ecuador, *Código Orgánico Monetario y Financiero*, art. 119.

vincula con la extensión del resarcimiento, que puede ser mayor en la responsabilidad aquiliana, en la que siempre se responde por las consecuencias inmediatas y mediatas, y puede abarcar también las consecuencias causales en los delitos, si el agente las previó y las quiso; en la responsabilidad contractual, el deber de resarcir sólo alcanza, en principio, a las consecuencias inmediatas y necesarias, y puede llegar a las mediatas si el incumplimiento es malicioso.⁹⁷

En reiteradas ocasiones se ha mencionado que, el objeto de este fideicomiso es transferir el flujo proveniente de las actividades económicas realizadas por el emisor, a favor de los obligacionistas que adquieren los valores en el mercado bursátil, entendiéndose que el fiduciario es el administrador de estos recursos. De la misma manera, debido que, el fideicomiso realiza un servicio a favor del emisor, por un parte, está en la obligación de remitir al constituyente un informe del estado de sus cuentas, sea mensual, trimestral o anual, conforme lo determine el contrato de constitución, o las instrucciones del constituyente, detallando las actividades realizadas por el fideicomiso, y por otra, a pedido de los beneficiarios, en este caso, del representante de los tenedores de valores:

Esta obligación no se encuentra acotada a rendir cuentas de manera simplemente numérica, sino que debe ser instruida y acompañada de la exhibición de comprobantes y de la documentación respaldatoria, así como se debe brindar todo tipo de información y explicaciones sobre el desempeño de la gestión, sea en forma espontánea o cuando le fuere requerido.⁹⁸

Por esta razón, el fiduciario está en la obligación de conocer las reglas y métodos propios del negocio que el emisor le compromete a realizar, siendo responsable de los errores objetivamente injustificados. Tomando en cuenta que, no se trata de un instrumento de medio sino de resultados, no puede alegarse que el fin no pudo cumplirse a pesar de haber realizado todos los actos correspondientes a su gestión.

⁹⁷ Kiper y Lisoprawski, *Tratado de Fideicomiso*, pág. 303.

⁹⁸ Lascala, *Práctica del Fideicomiso*, pág. 76.

Conclusiones y recomendaciones

Conclusiones

El Mercado de Valores se ha convertido en una herramienta atractiva de obtener recursos por parte de las empresas ecuatorianas. De esta manera, la empresa puede financiarse en base a su realidad, ajustando su programa de pagos en razón de los ingresos que obtienen de su operación. La emisión de obligaciones, genera menor costo financiero que productos ofertados por las instituciones financieras.

Toda empresa debe emitir su calificación de riesgo por mandato de la Ley, la misma debe reflejar la situación operativa y financiera real de la misma, sin que opere cualquier figura que pueda manipular la calificación de la empresa y el valor a emitir.

El emisor e inversionistas corren distintos riesgos al momento de relacionarse en una operación de adquisición de obligaciones. En el caso del emisor, debe considerar los riesgos inherentes a su actividad para generar contingentes que le permitan cumplir su programa de emisión de valores. De igual manera, el inversionista debe aprender a tomar decisiones informadas, no únicamente en base al informe de calificación de riesgo, sino también de personas expertas en esta materia.

A mayor riesgo, existe un mayor beneficio. No obstante, los resultados son inciertos en lo futuro, por lo que es necesario equilibrar las pérdidas y recompensas que se espera con el fin de tomar una decisión. Por lo tanto, el inversionista debe optimizar los recursos para maximizar los rendimientos y minimizar los riesgos, de esta manera es necesario que se promuevan programas encaminados a una cultura financiera que permita a los inversionistas a conocer como funciona el mercado de valores y sus productos.

Lamentablemente, no existe disposición en nuestra Ley de Mercado de Valores, que defina al mecanismo de fortalecimiento. Esta falta de norma, ha permitido que se interprete de manera discrecional por parte de los emisores, estructuradores, calificadoras de riesgo y órganos de control, qué puede y de qué forma un instrumento jurídico influir para mejorar la calificación de riesgo de una emisión de obligaciones, cuando de los argumentos expuesto en este trabajo, queda claro que el mecanismo de fortalecimiento es un instrumento que permite asegurar un pago del emisor.

A la presente fecha, no existiría argumento jurídico que impida que un simple compromiso de la empresa encaminada a evitar mayores gastos, o pagos a favor de sus administradores pueda considerarse como un mecanismo de fortalecimiento.

Durante esta investigación, existieron varias dudas respecto a la figura de la Representación de obligacionista. Su naturaleza dentro de nuestra legislación no es clara, y la escasa regulación no impide la existencia de conflicto de interés con el emisor.

El papel de Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, debe abarcar mayores responsabilidades, tomando en cuenta el sobre control que ejerce sobre las sociedades. Es ilógico que, la entidad pública que aprueba el prospecto de oferta pública sea la primera que se deslinde de responsabilidad con el inversionista.

El fideicomiso en general, permite la creación de un sin número de estructuras, las mismas que pueden ser generadas para beneficio, pero también en perjuicio de los obligacionistas. El fideicomiso de administración de flujos utilizado como mecanismo de fortalecimiento de una emisión de obligaciones, no garantiza un pago a favor del inversionista, ya que esta figura no genera ningún recurso. Simplemente se ha convertido en una herramienta de administración y pago, utilizando los fondos provenientes de los clientes del emisor, manteniendo así el riesgo que implica la falta de pago por parte de los clientes del emisor a favor del fideicomiso.

Recomendaciones

La Ley de Mercado de Valores, se ajusta a la realidad económica de nuestro país y las empresas que actualmente se encuentran operando a pesar de la dura situación que atravesamos. La sobre actuación de la Superintendencia de Compañías debe estar encaminada a proteger a los inversionistas, que han sido víctimas de algún acto doloso de la empresa ecuatoriana, y promover normativas siempre que las mismas conlleven disposiciones dirigidas a que las personas tomen decisiones fundadas en la información que es aprobada por el órgano de control. Pero no debe generar mayores controles que le impidan a los emisores generar los recursos necesarios para cumplir con su programa de emisión.

Los riesgos que se generan dentro de la emisión de obligaciones, pueden afectar tanto al emisor, como al inversionista. De esta manera, toda operación de valores debe ser realizada en base a una información real y transparente. La calificadora de riesgo de abstenerse de recomendar a los emisores la constitución de mecanismos de fortalecimiento que simulen una estructura sólida de la empresa, y se trate de aparentar frente al mercado un pago seguro por parte de un emisor que, en la realidad no podría garantizar el pago.

La Ley de Mercado de Valores ha generado un gran aporte para el financiamiento de empresas por medio de la emisión de deuda, por lo que su aplicación debe generar mayor facilidad para aquellos emisores que han demostrado ser económicamente sólidos y han cumplido con sus programas de emisión de valores, pero sobretodo que han demostrado una calificación óptima sin la necesidad de acudir a mecanismos de fortalecimiento.

Es imprescindible determinar en que consiste un mecanismo de fortalecimiento, y establecer que, al no ser una garantía conforme lo determina la Ley de Mercado de Valores, esta figura no puede influir en la calificación de la emisión. Ya que, las condiciones en las cuales se constituya podrán no siempre, asegurar el pago del capital y rendimiento, brindando así, poca seguridad al inversionista.

Bibliografía

- Altuve, J. (enero-junio de 2005). El riesgo en títulos valores. Métodos científicos. Comparación con el método intuitivo basado en la cosmobiología. Caso: Empresa Alger. *Red Actualidad Contable Faces*, 7(8).
<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=25700803>
- Álvarez, Manuel. *Contratos Mercantiles*. Ibagué: Universidad de Ibagué, 2012.
- Ávila, Juan Carlos. *Medición y Control de Riesgos Financieros en Empresas del Sector Real*. Pontificia Universidad Javeriana. Bogota: Pontificia Universidad Javeriana.
<https://repository.javeriana.edu.co/bitstream/handle/10554/9542/tesis01.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Arias, Ricardo. *Derecho corporativo empresarial*. 1a. México: Grupo Editorial Patria, 2015.
- Baldeón, Juan. *Aspectos Generales del Mercado de Valores de Quito*. 1a. Quito: El Cid Editor, 2009.
- Barrichina, Eduardo. *Derecho del Mercado de Valores*. Madrid: Grupo Difusión, 2011.
- Bishop, Toby, and Frank Hydoski. *Capacidad de recuperación empresarial: administración del creciente riesgo de fraude y corrupción*. Bogotá: Ecoe Ediciones, 2009.
- Cabanellas, Guillermo. *Diccionario Jurídico Elemental*. 11a. Buenos Aires: Heliasta S.R.L, 1993.
- Cachón, José. *200 preguntas sobre "los mercados de valores"*. Madrid: Notigraf S.A, 1999.
- Cano, José. *Manual Práctico de Contratación Mercantil*. 4a. Madrid: Editorial Tecnos, 2001.
- Castán, José. *Derecho Civil Español, común y foral Primer Tomo*. Madrid: Reus S.A., 2007.
- Chérrez, Paulina. (2009). *La determinación de los activos esenciales en el proceso de emisión de obligaciones*. Universidad Andina Simón Bolívar. Quito: Universidad Andina Simón Bolívar.
<http://repositorio.uasb.edu.ec/bitstream/10644/2616/1/T0763-MDE-Ch%C3%A9rez-La%20determinaci%C3%B3n.pdf>
- Class International Rating. (14 de julio de 2017). *Cuarta emisión de obligaciones a largo plazo Ecuatoriana de Granos S.A ECUAGRAN*. <http://www.ecuagran.com/>:

- <http://www.ecuagran.com/uploads/documentos/informe-emision-de-obligaciones-ecuagran.pdf>
- Class International Rating. (27 de abril de 2018). *Emisión Obligaciones Industrias Ales (2010 – 15 MM)*. <http://classinternationalrating.com>: <http://classinternationalrating.com/index.php/emision-de-obligaciones-industrias-ales-c-a/finish/307/2480>
- Class International Rating. (2 de febrero de 2018). *Informe Calificación de Riesgo de SUPERDEPORTE S.A.*, <https://www.marathonsports.com>: <https://www.marathonsports.com/images/pdf/2018/02/Extracto%20informe%20calificacion%20de%20riesgos.pdf>
- Class International Rating. (29 de marzo de 2018). *Cuarta emisión de obligaciones a largo plazo Importadora Industrial Agrícola del monte S.A INMONTE*. <http://classinternationalrating.com>: <http://classinternationalrating.com/index.php/importadora-agricola-inmonte-s-a/finish/266/1982>
- Comité de Calificación. (26 de agosto de 2011). *Informe de Calificación, Emisión de Obligaciones de Segundo Eloy Corrales e Hijos Secohi Cía. Ltda. 2011*. <http://classinternationalrating.com>: <http://classinternationalrating.com/index.php/segundo-eloy-corrales-e-hijos-secohi-cia-ltda/emision-de-obligaciones-secohi/finish/>
- Córdoba, Marcial. *Mercado de Valores*. 1a. Bogotá: Ecoe Ediciones, 2015.
- De la Cuesta, José. *Contratos Mercantiles*. Tomo II. 4.ª ed. Barcelona: Bosch, 2009.
- De Lara, Alfonso. *Medición y Control de Riesgos Financieros*. 3a. México: Limusa, 2008.
- Ecuador. “Libro segundo: Ley de Mercado de Valores”. *Código Orgánico Monetario y Financiero*. Segundo Suplemento del Registro Oficial No. 332. 12 de septiembre de 2014.
- Ecuador, Junta Política Monetaria y Financiera. (24 de Julio de 2017). *Codificación de Resoluciones de la Junta Política Monetaria y Financiera, Tomo IX, Registro Oficial Edición Especial No. 44*.
- Ecuador, Superintendencia Nacional de Valores. (3 de enero de 2011). *Normas Relativas a la Oferta Pública y Colocación de Valores y a la Publicación de las Emisiones*. *Gaceta Oficial N° 39.585*.
- El Aula del Accionista. (6 de marzo de 2018). *La volatilidad en los mercados*. Recuperado el 30 de marzo de 2018, de <https://www.caixabank.com>:

- <https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/AprendaConCaixaBank/aula753.pdf>
- García, Ernesto. *La fiducia mercantil y pública en Colombia*. 3a. Bogota: Universidad Externado de Colombia, 2011.
- Garrigues, Joaquín, y Rodrigo Uría. *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas. Tomo II*. 3a. Madrid: Editorial e Imprenta Aguirre, 1976.
- Gómez, Diego. *El fideicomiso mercantil*. Quito: Albazul Offset, 1998.
- Gutiérrez, Pedro. *Los Fideicomisos y las Obligaciones Negociables*. Mendoza: Ediciones Jurídicas Cuyo, 1998.
- Hayzus, Jorge. *Fideicomiso. Finalidades en los ámbitos familiar y de negocios. Funciones del fiduciario. Patrimonios separados. Protección de los beneficiarios, Administración*. Buenos Aires: Astrea, 2000.
- Hernández, Juan. *El casino que nos gobierna*. 1a. Madrid: Clave Intelectual, 2012.
- Hull, John. *Introducción a los mercados de opciones y futuros*. México: Pearson Education Inc., 2009.
- Jara, María. *Derecho económico contemporáneo*. Quito: Universidad Andina Simón Bolívar / Corporación Editora Nacional, 2017.
- Kiper, Claudio, y Silvio Lisoprawski. *Tratado de Fideicomiso*. Buenos Aires: Ediciones Depalma, 2004.
- Lascala, Jorge. *Práctica del Fideicomiso*. Buenos Aires: Astrea, 2003.
- Lavalle, Eduardo. *Contratos Modernos*. Lima : Ediciones Jurídicas, 2008.
- López, Joaquín. (30 de marzo de 2014). *El riesgo y su aplicación práctica en los mercados financieros*. <http://www.joaquinlopezpascual.com: http://www.joaquinlopezpascual.com/documents/27130/27633/LA+CALIFICACION%3%93N+DE+RIESGO+DE+CR%3%89DITO+O+RATING.pdf/2279c048-08d6-4849-843c-3a4178245ed3>
- Maldonado, P., & Orozco, M. (22 de febrero de 2015). *Los 'default' son atípicos en el mercado de valores ecuatoriano*. Recuperado el 6 de enero de 2018, de <http://www.elcomercio.com: http://www.elcomercio.com/actualidad/default-mercado-valores-ecuador-inversionistas.html>
- Morales, Alfredo. *Régimen Legal del Mercado de Capitales*. 848. Caracas: Publicaciones UCAB, 1999.
- Narváez, Jhony. (2004). *La emisión de obligaciones como una alternativa de financiamiento a largo plazo para las empresas*. Quito: Universidad Andina

- Simón Bolívar. <http://repositorio.uasb.edu.ec/bitstream/10644/2498/1/T0298-MBA-Narv%C3%A1ez-La%20emisi%C3%B3n.pdf>
- Olcese, Aldo y Miguel Rodríguez. *Manual de la empresa responsable y sostenible: conceptos, ejemplos y herramientas de la responsabilidad social corporativa o de la empresa*. Madrid: Mc Graw-Hill, 2008.
- Pampillón, Fernando, Marta De la Cuesta, Cristina Ruza, y Paz Curbera. *Introducción al Sistema Financiero*. 1a. Madrid: UNED, 2009.
- Pazos, Catalina. (11 de octubre de 2013). *Calificación de Riesgo*. <http://www.supercias.gob.ec>:
http://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/mv/20131127101306.pdf
- Pérez, Gisele, & Gutiérrez, Leticia. (2009). Efectos de la naturaleza jurídica del fideicomiso en el sistema jurídico mexicano. *Información jurídica inteligente*, 1(51). <https://libros-revistas-derecho.vlex.es/vid/efectos-naturaleza-juridica-fideicomiso-379346274>
- Restrepo, Francisco, Mantilla, G., & Holguín, D. (2007). *Calificación del Riesgo en el Mercado de Capitales Colombiano*. Universidad de Medellín. Universidad de Medellín. Recuperado el 6 de enero de 2018, de http://www.grupo-epm.com/site/Portals/1/biblioteca_epm_virtual/tesis/calificaciondelriesgo.pdf
- Restovic, Boris. (2011). *Descripción Mercado secundario de Renta Fija y Bonos Cooperativos en Chile*. Universidad de Chile. Santiago de Chile: Universidad de Chile. http://repositorio.uchile.cl/tesis/uchile/2011/ec-restovic_c/pdfAmont/ec-restovic_c.pdf
- Sablich, Charles. (2010). *El contrato de fideicomiso: regulación y perspectivas de desarrollo en el Perú*. Universidad Nacional "San Luis Gonzaga" de ICA. Ica: Universidad Nacional "San Luis Gonzaga" de ICA. https://issuu.com/charlesalexandersablichhuamani/docs/el_contrato_de_fideicomiso_regulaci
- Tena, Vicente. *Análisis de los mercados de valores. Una aproximación a su estructura*. Madrid: Dykinson, 2000.
- Terán, Fausto. (2015). *Construcción de un Portafolio óptimo de acciones de empresas que cotizan en bolsas de valores ecuatorianas*. Universidad Andina Simón Bolívar. Quito: Universidad Andina Simón Bolívar. <http://repositorio.uasb.edu.ec/bitstream/10644/4638/1/T1695-MFGR-Teran-Construccion.pdf>

- Thaler, Richard. (julio de 2016). Behavioral Economics: Past, Present, and Future. *American Economic Review*, 106(7), <https://sci-hub.tw/10.1257/aer>.
- Torres, Farah. (2013). La Regulación del Representante de los Obligacionistas en el Ámbito del Mercado de Valores. *Derecho & Sociedad*.
- Treviño, Lourdes, y Mauricio De Medina. *Mexicanos...!a la bolsa!* . 1a. México: Editorial Miguel Ángel Porrúa, 2012.
- Tribunal Supremo Europeo. (23 de febrero de 2000). *Sentencia Número 27* . <http://curia.europa.eu:http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf;jsessionid=9ea7d2dc30d6111c5e1fc4874410aa51d62096e52a35.e34KaxiLc3qMb40Rch0SaxyLchb0?text=&docid=45195&pageIndex=0&doclang=es&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=280154>
- Uría, Rodrigo. *Derecho Mercantil*. 28a. Madrid: Ediciones Jurídicas y Sociales, 2002.