

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO

Colegio de Jurisprudencia

“La Facultad del Fideicomiso Mercantil Para Emitir Obligaciones”

Ana Belén Yela Duarte

Juan Isaac Lovato, Dr., Director de Tesis

Tesis de grado presentada como requisito para la obtención del título de Abogado

Quito, agosto de 2015

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO

Colegio de Jurisprudencia

HOJA DE APROBACIÓN DE TESIS

* La facultad del Fideicomiso Mercantil Para Emitir Obligaciones*

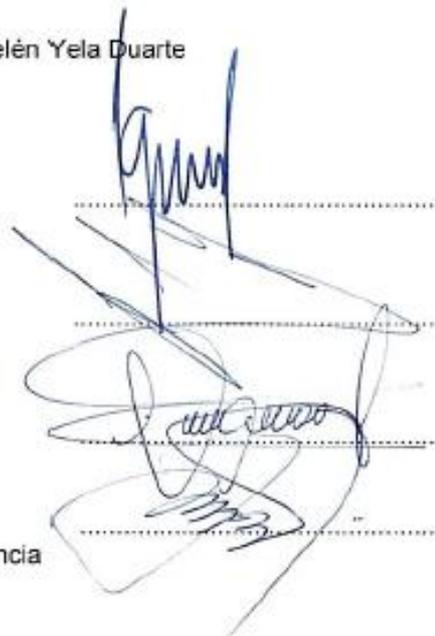
Ana Belén Yela Duarte

Dr. Vladimir Villalba
Presidente del Tribunal

Dr. Juan Isaac Lovato
Director del Ensayo Jurídico

Dr. Pablo Cevallos
Informante del Ensayo Jurídico

Dr. Luis Parraguez
Decano del Colegio de Jurisprudencia



Quito, agosto del 2015

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO

EVALUACION DE DIRECTOR / TRABAJO ESCRITO TESINA

TESINA/TITULO La facultad del Fideicomiso Mercantil para emitir obligaciones

ALUMNO ANA BELÉN YELA DUARTE

EVALUACIÓN (justificar cada punto):

- a) Importancia del problema presentado.
Las recientes reformas a la Ley de Mercado de Valores establecen que las personas jurídicas pueden emitir obligaciones de largo y corto plazo en el Ecuador. Dentro de estas personas jurídicas podemos encontrar a los fideicomisos mercantiles. Sin embargo, es necesario analizar y profundizar sobre la real aplicación de esta facultad legal y si todos los fideicomisos mercantiles son aptos para emitir obligaciones y papel comercial, con el fin de establecer la necesidad o no de incluir alguna norma complementaria para permitir estas emisiones, que por el momento no se han producido.
- b) Trascendencia de la hipótesis planteada por el investigador.
La hipótesis planteada es relevante en el sentido que una vez que se realicen emisiones de obligaciones por parte de fideicomisos, se lograría fortalecer y optimizar el mercado de valores ecuatoriano, puesto que se ampliarían el número de emisores e inversores en bolsas, sin embargo es importante que esas emisiones sean sólidas para evitar perjuicios a los inversores y para protegerlos.
- c) Suficiencia y pertinencia de los documentos y materiales empleados.
Una vez cumplidas las subsecuentes revisiones a los textos y análisis presentados por la alumna, se cuenta con la debida suficiencia y pertinencia de documentos empleados relacionados con doctrina sobre las clases de fideicomisos existentes y sus características, análisis de la legislación aplicable e incluso una entrevista a conocedores del tema.
- d) Contenido argumentativo de la investigación (la justificación de la hipótesis planteada).
La hipótesis planteada está justificada debido a la argumentación realizada por la alumna tomando como fundamento todos los documentos y materiales indicados anteriormente.
- e) Cumplimiento de las tareas encomendadas a lo largo de la investigación.
A todo lo largo de la investigación se realizaron varias revisiones de la tesina, fruto de las cuales constantemente requerí incorporar fundamentos en la tesina o reenfocar criterios, lo cual al final se lo cumplió.

FIRMA DIRECTOR

JUAN ISAAC LOVATO SALTOS

DERECHOS DE AUTOR

Por medio del presente documento certifico que he leído la Política de Propiedad Intelectual de la Universidad San Francisco de Quito y estoy de acuerdo con su contenido, por lo que los derechos de propiedad intelectual del presente trabajo de investigación queda sujeto a lo dispuesto en la Política.

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

Firma:

Nombre: Ana Belén Yela Duarte

C.I.: 0916598337

Fecha.: Quito, agosto de 2015

DEDICATORIA

A mi madre y mis abuelos.

RESUMEN

Esta tesina analiza la posibilidad de que el fideicomiso mercantil, como ha sido concebido en la legislación ecuatoriana específicamente, pueda realizar una emisión de obligaciones, con el fin de financiarse, en base a las últimas reformas realizadas en el año 2014 a la Ley de Mercado de Valores, contenida en el Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II.

La conclusión obtenida ha demostrado que como ha sido estructurada la figura del fideicomiso mercantil en nuestra legislación, particularmente por su calidad de ente con personalidad jurídica, este puede cumplir con todos los requisitos establecidos en la Ley para realizar una emisión de obligaciones, a pesar de haber sido esta forma de financiamiento concebida inicialmente para las sociedades, debiendo observar ciertos limitantes que desarrollo en mi análisis.

ABSTRACT

This dissertation analyses the possibility of the commercial trust, under the specific conception of the Ecuadorian law, to issue debt bonds as a means of acquiring funding, based on the latest reforms that the Securities Market Law, included in the Monetary and Financial Organic Code Book II, has undergone during 2014.

The conclusion obtained has demonstrated, that based on the way the trust has been structured under our legislation, specifically because of its legal entity quality, it is able to comply with all the requirements that the law has established in order to issue bonds, in spite of being this form of financing initially thought of as limited to companies.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	11
1. CAPITULO I. EL FIDEICOMISO MERCANTIL	13
1.1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS	13
1.1.1. La Fiducia en Roma.....	13
1.1.2. El Trust Anglosajón.....	15
1.1.3. El Fideicomiso en Latinoamérica	19
1.2. EL FIDEICOMISO EN EL ECUADOR.....	21
1.2.1. Definición y Características.....	21
1.2.2. Regulación	24
2. CAPITULO II. las obligaciones	30
2.1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS	30
2.1.1. Desarrollo de los Mercados	30
2.1.2. El Mercado en el Ecuador.....	35
2.2. LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN EL ECUADOR.....	36
2.2.1. Definición y Características.....	36
2.2.2. Regulación	38
3. CAPÍTULO III.- EMISIÓN DE OBLIGACIONES POR EL FIDEICOMISO	46
3.1. ANÁLISIS DE LOS ARTÍCULOS 115 Y 160 DEL CÓDIGO ORGÁNICO MONETARIO Y FINANCIERO LIBRO II, LEY DE MERCADO DE VALORES	46
3.1.1. Reformas del 2014.....	46
3.2. ALCANCE DE LA FIGURA DEL FIDEICOMISO	48
3.3. DE LAS MODALIDADES DEL FIDEICOMISO	50
3.3.1. Del Fideicomiso En Garantía.....	50

3.3.2. Del Fideicomiso de Administración	52
3.3.3. Del Fideicomiso de Inversiones.....	53
3.3.4. Del Fideicomiso Inmobiliario	53
3.4. DE LOS FIDEICOMISOS PÚBLICOS	55
3.5. DEL CONTRATO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES.....	61
3.5.1. De las partes.....	61
3.5.2. De la calificación de riesgo.....	62
3.5.3. De los términos y Condiciones	66
3.5.4. De las Garantías	68
3.5.5. De los resguardos.....	71
3.6. DE LAS OBLIGACIONES A CORTO PLAZO	73
4. CONCLUSIONES.....	75
BIBLIOGRAFÍA	80
PLEXO NORMATIVO	83

INTRODUCCIÓN

El fideicomiso, como lo conocemos hoy tuvo sus orígenes en el derecho romano. Cuando el derecho civil de la época, extremadamente formalista, creaba una limitación para los ciudadanos y la siempre cambiante práctica comercial, se crea en Roma el *Ius Gentium*, o derecho de gentes, basado principalmente en las decisiones del *praetor*. Dentro de este nuevo derecho, se crea la figura de la fiducia, del latín confianza, para el traspaso de los bienes¹, mayor seguridad de los negocios, e incluso como medio para la emancipación de los hijos, posibilidades no contempladas por el rígido derecho civil. Más adelante, en Inglaterra, se crea la figura del *use*, o uso, donde una persona era el dueño en estricto sentido de los bienes, y otra quien los utilizaba y disfrutaba de ellos, figura que sirvió como base para la implementación posterior del *trust*, o fideicomiso, como es actualmente.²

La figura del trust, concebida bajo el *common law*, fue eventualmente importada a las legislaciones de todo el mundo, y regulada en cada una de ellas. Como en sus inicios, el fideicomiso ha sido adaptado a las necesidades de cada sistema legal, siendo una herramienta flexible utilizada para impulsar todo tipo de negocios como para los fines testamentarios con los que originalmente fue concebido. Por esta razón existen múltiples y variadas interpretaciones de lo que es efectivamente el fideicomiso, y el alcance real de esta herramienta según la concepción que tiene cada ordenamiento de la misma.³

En el Ecuador la figura del fideicomiso se introduce por primera vez en 1993 en el artículo 80 de la Ley de Mercado de Valores, treinta años después del fallido intento de la Ley de Títulos de Crédito de 1963, pero aun de manera muy superficial. Finalmente con la reforma de la Ley de Mercado de Valores realizada en 1998, se regula de manera clara y detallada la figura del fideicomiso, incluso dotándolo de personalidad jurídica, tendencia

¹ Verbit, Gilbert P. *The Origins of the Trust*. United States: G.P. Verbit, 2002, p. 77.

² Terrazas Ponce, Juan David. "Orígenes Y Cuadro Histórico Del Fideicomiso." *Revista Chilena De Derecho* 1998: Vol. 25 No. 4, pp. 939-52.

³ Santamaría, Eduardo Casas Sanz De. *Del "trust" Anglosajón a La Fiducia En Colombia: Y Materias Aledañas: Recuento Histórico Y Evolución Técnica Y Jurídica Desde La Ley 45 De 1923*. Bogotá Colombia: Editorial Temis, 2004, pp. 17-43.

sin precedentes en otras legislaciones latinoamericanas. Esta atribución abrió las puertas para un ágil y mejor desempeño del mismo en la práctica. A medida que el uso del fideicomiso vaya creciendo, así como el mercado se vaya profundizando, es lógico pensar que la figura del fideicomiso tendrá que adaptarse, como históricamente lo ha hecho.

En base a esta premisa, y bajo la más reciente reforma de los artículos 115 y 160 de la Ley de Mercado de Valores contenida en el Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, la cual faculta al fideicomiso mercantil para emitir obligaciones, es mi intención analizar la real posibilidad que existe de que esta figura pueda cumplir con todos los requisitos establecidos en la ley, para efectivamente ser autorizado a actuar en calidad de emisor.

CAPITULO I. EL FIDEICOMISO MERCANTIL

En este capítulo se analizará cuál es la evolución histórica del Fideicomiso Mercantil, desde sus antecedentes en la antigüedad, pasando por la concepción en el derecho anglosajón del *Trust*, y la adaptación de esta figura a los ordenamientos jurídicos latinoamericanos. Posteriormente veremos a la figura actual del fideicomiso en términos generales y finalmente aterrizaremos la figura en la legislación ecuatoriana que nos compete.

Esto nos permitirá entender de donde nace la figura, y cuál ha sido históricamente su propósito, para poder determinar si otorgarle la potestad, de emitir obligaciones, en este caso, lo desnaturalizaría, o sería realmente posible.

1.1.ANTECEDENTES HISTÓRICOS

En esta sección se estudiará la evolución del fideicomiso desde las figuras que lo inspiraron a lo largo de la historia. [1.1.1] Empezando por la fiducia en la antigua roma, [1.1.2] pasando por la creación del trust en el Comon Law y [1.1.3] finalmente el fideicomiso como llega a las legislaciones actuales.

1.1.1. La Fiducia en Roma

Nos dice Gilbert Paul Verbit, que la investigación sobre el origen del fideicomiso debe empezar con la premisa de que esta es una institución originaria que se desarrolla como respuesta a una necesidad. En el caso del fideicomiso esta necesidad es la muerte, y particularmente el problema de la disposición de los bienes de quien muere. Una reacción natural y poco sorprendente sería entonces la realización de que el problema de los bienes puede ser evadido si estos no se transfieren a causa de la muerte; de ahí la razón del fideicomiso. Como la muerte y el traspaso de propiedad de los bienes son problemas universales, se esperaría que en la mayoría de las sociedades existan instituciones análogas⁴, y no sea una sola la antecesora del fideicomiso.

⁴ Verbit, Gilbert P. *The Origins of the Trust*. Óp. cit., p. 77.

Sin embargo, nuestras legislaciones latinoamericanas, así como todas aquellas pertenecientes al *Civil Law*⁵, han sido fuertemente influenciadas por el Derecho Romano. Una de las principales evidencias es el Código Napoleónico, código civil francés de 1804, que ha servido de base para la mayoría de las legislaciones civilistas, que tiene entre sus fuentes al *Corpus Iuris Civiles* de Justiniano⁶. Es por esto que analizaremos la figura de la *Fiducia* en Roma como antecedente histórico de nuestro fideicomiso.

La primera figura en asemejarse a la concepción actual de fiducia, fue la *mancipatio*. La *mancipatio* tuvo inicialmente un enfoque estrictamente patrimonial, el cual fue modificado para fines testamentarios. La *mancipatio*, entendida como una venta solemne ante testigos⁷, consistía entonces, en la transferencia de bienes, pero en la práctica se la utilizó como una garantía, como medio de proteger los bienes, para emancipar a los hijos e incluso como forma de transmitir bienes por testamento, todo esto basado en la confianza del tercero con quien se celebraban estos contratos⁸. De esta figura se desprende el *pactum fiduciae*, que podía ser la *fiducia cum creditore* o la *fiducia cum amico*⁹. La *fiducia cum creditore*, consistía en un negocio de crédito y garantía¹⁰, donde un bien se transfería para darle seguridad al negocio y una vez cumplida la obligación regresaba al dueño. Por otro lado, la *fiducia cum amico* tenía la modalidad de una encomienda¹¹, que

⁵ El Sistema de ley predominante en el continente europeo, históricamente influenciado por el de la Antigua Roma. Diccionario Oxford.

⁶ Incluye “[...] el Viejo o Antiguo Código, las Cincuenta Decisiones, el Digesto, El Nuevo Código y Las Nuevas Constituciones [...]” Rodríguez Azuero, Sergio. *Negocios Fiduciarios: Su Significación En América Latina*. Bogotá: Legis, 2005, p. 2.

⁷ Cumin, Patrick. *A Manual of Civil Law; or, Examination in the Institutes of Justinian*. London: Stevens and Norton, 1854, p. vii.

⁸ Terrazas Ponce, "Orígenes Y Cuadro Histórico Del Fideicomiso" *Óp. cit.*, p. 943.

⁹ Rodríguez Azuero, *Negocios Fiduciarios: Su Significación En América Latina*, *Óp. cit.*, p. 10.

¹⁰ Calderón, Aquiles. *Caracterización y Antecedentes del Fideicomiso*. <http://redfiduciaria.org/sites/default/files/documentos/Caracterizaci%C3%B3n%20y%20antecedentes%20del%20fideicomiso%20dominicano,%20por%20Lic.%20Aquiles%20Calder%C3%B3n%20Rosa.pdf>. (acceso 3/2/2015), p. 3.

¹¹ *Ibíd.*

podía ser onerosa o no, donde una persona daba sus bienes a otra para que los utilice en calidad de dueño, por ejemplo cuando este faltaba por largos periodos de tiempo¹².

Distintas a estas figuras, y proveniente de la esfera testamentaria, existió también el *fideicomisum*. El *fideicomisum* nace de la imposibilidad de legar a ciertas personas, como los extranjeros o exiliados. En un principio, a quien se le confiaban los bienes no tenía la obligación legal de transferirlos, pero si una fuerte obligación moral. De ahí que *fideicomisum* provenga de *commisum*, o sea un bien, encargado a la *fides* de una persona, o sea su buena fe. Con Augusto, se le da fuerza de ley a la figura del *fideicomisum*, y con Justiniano, quinientos años después, se lo reforma para que este opere incluso contra terceros de buena fe.¹³

1.1.2. El Trust Anglosajón

Hay quienes afirman que tanto la figura del *use*, como la posterior figura del *trust* son una invención propia y exclusiva del derecho Inglés, como existen también varias teorías que afirman que este tuvo influencia de otras civilizaciones, como por ejemplo de principios del derecho romano por medio de la sistematización basada en el mismo, de las decisiones judiciales, y del derecho Canónico, de la figura del *treuhand* en el derecho alemán, e incluso del *waqf* en el derecho islámico¹⁴; Lo que sí es innegable, es que el fideicomiso que tenemos en la actualidad, originario o no, es un producto de varios siglos de perfeccionamiento en las cortes inglesas, que ha sido tomado tanto por quienes utilizan el *common law*, como por quienes son estrictamente civilistas, y ha sido adaptado a las particularidades de cada legislación.

Inicialmente existió el *use* en Inglaterra, que provenía no de *usus* romano como creen muchos, sino del latín *ad opus*, en francés *al oes*, que significa *en nombre de*¹⁵. En la época

¹² Cumin, Patrick. *A Manual of Civil Law; or Examination in the Institutes of Justinian*. *Óp. cit.*, p. vii.

¹³ Verbit, The Origins of the Trust, *Óp. cit.*, p. 832.

¹⁴ *Id.*, p. 94.

¹⁵ Zartaloudis, Thanos. "The Trust: The Invention of the Uses and the Franciscan Influence in England." *Birkbeck Institutional Research Online* (2012). <http://eprints.bbk.ac.uk/4801/1/4801.pdf> (acceso 29/01/2015), p. 5.

medieval, una persona no podía dejar sus bienes a cualquiera, sino que obligadamente los bienes pasaban al hijo mayor. Cuando este hijo no era mayor de edad, la responsabilidad de velar por este y por los bienes hereditarios pasaba al señor feudal, en una especie de tutela. Esto significaba además, que el señor feudal recibía todos los réditos provenientes de los bienes de su tutelado hasta que este alcanzara la mayoría de edad, en esa época 21.¹⁶

Esta modalidad se prestaba para muchos abusos y claramente perjudicaba al resto de miembros de la familia. Por esta razón, y para precautelar los intereses de los herederos, principalmente de familias acaudaladas, se busca una forma de transmitir los bienes entre vivos. Es así que nace la figura del *use*, donde una persona trasería todos sus bienes a un tercero de su confianza, el cual se comprometía a transferirlo al correspondiente heredero cuando este cumpliera sus 21 años¹⁷.

Más adelante surgieron quienes, a falta de herederos, optaban por dejar sus bienes a la Iglesia. Esta decisión, sin embargo, tenía dos impedimentos, por un lado durante esta época los clérigos estaban obligados a tomar un voto de pobreza, lo que significaba que estos no podían ser titulares de bienes¹⁸, y por otro lado, posteriormente, la corona inglesa decreta que para poder dejar los bienes a la iglesia debía pagarse un altísimo precio para obtener una licencia¹². Al igual que con el problema de los herederos, se toma la figura del *use* para superar estas limitaciones.

Durante esta época, el *use* era debatido exclusivamente dentro de las cortes de equidad, diferentes a las cortes de *common law*. Las cortes de common law, presididas por jueces eran extremadamente rígidas y formalistas, al punto de causar detrimento a quienes acudía a ellas. Las cortes de equidad, o del canciller como fueron conocidas, en cambio, eran presididas, inicialmente por el rey, y posteriormente por un delegado, como una suerte de

¹⁶ Seipp, David J. "Trust and the Fiduciary Duty in the Early Common Law." *Boston University Law Review* 91. <http://128.197.26.36/law/central/jd/organizations/journals/bulr/documents/SEIPP.pdf> (acceso 2/02/2015), p. 1014.

¹⁷ *Ibid.*

¹⁸ Zartaloudis, Thanos. "The Trust: The Invention of the Uses and the Franciscan Influence in England." *Birkbeck Institutional Research Online*. *Óp. cit.*, p. 7.

cortes de apelaciones, regidas por la moral y la justicia¹⁹. Fueron estas cortes las que aceptaron, si bien informalmente, la utilización del *use*.

La figura del *use*, como ya mencionamos, era de cierta forma, una manera de “evadir impuestos”. Es por esto que en 1535, Enrique VIII prohíbe la utilización de la misma. Alrededor de 1634, y después de largos y sentidos debates sobre el tema, las cortes de equidad aceptan que si bien el *use* estaba prohibido, nada se decía del *use upon use*, donde una persona tenía bienes en beneficio de otra que a su vez los tenía en beneficio de un tercero.²⁰

Hacia 1660, con la resolución del antiguo conflicto entre el Parlamento y la Corona²¹, y con la eliminación de la capacidad de esta última para cobrar impuestos, desaparece la necesidad de vetar el *use*, ahora llamado *trust*, que ya desde 1604 había empezado a ser aceptado. En esta segunda mitad del siglo XVII, se reconoce por primera vez la diferencia entre el patrimonio del fiduciario y los bienes que este representa a nombre de terceros²².

Con Lord Nottingham, Canciller de la corte entre 1675 y 1681 el *trust* alcanza su primer hito, al ser recopilada la masa de decisiones de las cortes de equidad, sistematizada y los delimitados los principios que claramente guiaban al *trust*. Nottingham, además, dejó su marca al atribuirle al interés del beneficiario la calidad de propiedad, alienable entre vivos y transferible por sucesión. Con este reconocimiento se vuelve posible también la que una corporación, entendiendo una persona jurídica, pueda ser dueña de un *trust*,

¹⁹ Seipp, David J. "Trust and the Fiduciary Duty in the Early Common Law." *Boston University Law Review*. *Óp. cit.*, pp. 1011-1014.

²⁰ Waters, Donovan. "The Trust: Continual Evolution of a Centuries-Old Idea." *Journal of International Trust and Corporate Planning* 14.4 (2007) http://londontrust.net/filedepot/file/ARCHIVE/Journal_of_ITCP_The_Trust_Continual_Evolution_of_a_Centuries-old_Idea.pdf (acceso 5/02/2015) pp. 207-56.

²¹ Guerra Civil Inglesa, también llamada la Gran Rebelión, (1642-51), enfrentamiento que se dio en las Islas Británicas entre quienes apoyaban la monarquía de Carlos I (y su hijo y sucesor Carlos II) y los grupos opositores en cada uno de los reinos, incluyendo Parlamentarismo en Inglaterra, Covenanters en Escocia y los Confederados en Irlanda. Enciclopedia Britannica.

²² Waters, "The Trust: Continual Evolution of a Centuries-Old Idea." *Óp. cit.*, p. 212.

incluyendo a la Corona Inglesa. Durante este mismo periodo toma importancia la intención del constituyente²³.

Durante el siglo XVIII se consolidan muchos temas importantes sobre el *trust*, principalmente dentro de los *trusts* públicos, donde se utiliza la figura del *cy press scheme*, que permitía a las cortes enmendar los *trusts*, cuyo objeto no era legal o posible, a lo más cercano a la intención del constituyente²⁴. Se identifican y enumeran de forma clara las obligaciones del fiduciario y el alcance de sus poderes, y se resalta la naturaleza gratuita del cargo de fiduciario, que más adelante cambiaría²⁵.

Para principios del siglo XIX, con Lord Eldon como Canciller de las cortes de equidad, se cierran los años formativos del *trust*, el cual adicionalmente se había expandido a las colonias, como Canadá, Australia, Nueva Zelanda. Se perfeccionan entonces conceptos como la clara definición del objeto y el beneficiario, y se revoca la posibilidad de enmendar un *trust* imperfecto. En 1837 se publica el primer libro dentro del *Common Law* sobre *trusts*, y para 1850 la primera legislación en tratar exclusivamente al *trust* fue promulgada, el *Trustee Act*, que regulaba y enunciaba de forma taxativa las obligaciones del fiduciario, y sus responsabilidades²⁶.

Para inicios del siglo XX, los avances del *trust* se estancan. Con la problemática de la Primera Guerra Mundial, y pocos años después la Segunda, existían otras preocupaciones más presentes. El *trust* ya era una figura conocida y regulada, y a diferencia de sus años iniciales, no existía una real necesidad que impulsara más su avance. Recién con el *Trust Act* de 1958 empiezan a tomar importancia nuevamente temas relacionados con el *trust*. Esta Acta permite por primera vez a posibilidad del fiduciario de reformar el *trust* e incluso de terminarlo.²⁷

²³ Waters, "The Trust: Continual Evolution of a Centuries-Old Idea." *Óp. cit.*, 213.

²⁴ Waters, Donovan. "Changing the Purpose of Gifts: The Fate of Administrative and Cy-pres Judicial Schemes in Canada." *The Philanthrópist* 23.3 (2010): 94. <http://thephilanthrópist.ca/2010/10/changing-the-purpose-of-gifts-the-fate-of-administrative-and-cy-pres-judicial-schemes-in-canada/> (acceso 9/02/2015)

²⁵ Waters, "The Trust: Continual Evolution of a Centuries-Old Idea." *Óp. cit.*, p. 214.

²⁶ *Id.*, p. 223.

²⁷ *Id.*, p. 228.

De los años 60 en adelante, el *trust* toma nueva vida. Los fiduciarios profesionales se vuelven más conocidos. Una vez más este es un vehículo para la organización del patrimonio, y para el manejo seguro de los bienes, pero adicionalmente se lo utiliza para inversiones. El uso del *trust* para temas comerciales, poco apreciado durante la época, sería más adelante un fenómeno de gran importancia. Con el profesionalismo de los fiduciarios viene además la limitación de la responsabilidad y las cláusulas indemnizatorias.²⁸

1.1.3. El Fideicomiso en Latinoamérica

Cuando en 1855 Andrés Bello adapta el código civil francés, conocido como el Código Napoleónico, para la legislación chilena, introduce por primera vez el concepto de fideicomiso a las naciones latinoamericanas. Este primer esfuerzo sin embargo no tuvo ningún alcance. El fideicomiso ingresa verdaderamente por México a principios del siglo XX, cuando este lo reconoce en la práctica, y lo utiliza como un método de garantizar el financiamiento otorgado a las compañías del ferrocarril, y para la negociación y consolidación de la deuda pública con Estados Unidos.²⁹

México, manteniendo la vanguardia en el tema de fideicomisos, en 1905 expide el proyecto Limantour, elaborado por Jorge Vera Estañol, el primer intento en el mundo de adaptar el *trust* del *common law* a las legislaciones civilistas. En 1924, se expide la Ley General de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios, que concede a los bancos la capacidad de actuar como fiduciarios. Posteriormente en 1926 se promulga el proyecto *Vera Estañol*, de gran importancia, al establecer la exención del impuesto a la transferencia de dominio de los bienes inmuebles al pasar estos al patrimonio autónomo. En el mismo año se publica la Ley de Bancos de Fideicomisos, que más tarde sería derogada por la Ley General de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios³⁰.

²⁸ Waters, "The Trust: Continual Evolution of a Centuries-Old Idea." *Óp. cit.*, p. 233.

²⁹ Calderón, *Caracterización y Antecedentes del Fideicomiso*, *Óp. cit.*, p. 4.

³⁰ Rodríguez Azuero, *Negocios Fiduciarios: Su Significación En América Latina*, *Óp. cit.*, p. 65.

Para esta época, naciones como Panamá y Colombia, ya habían promulgado sus propias leyes en temas de fideicomisos. Las naciones que no lo habían hecho, recibieron el concepto del encargo fiduciario por medio de la misión Kemmerer³¹, misión que vino a los países latinos para reformar los deficientes sistemas financieros existentes. En 1932 entra en vigencia la Ley General de Instituciones de Crédito de México, que pretende corregir los errores de sus predecesoras. En 1941 con la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, que deroga la ley de 1932, y junto con la Ley general de Títulos y Operaciones de Crédito, se termina de regular por completo el tema de fideicomisos³².

En la actualidad todos los países de América Latina han consagrado una versión del fideicomiso en sus legislaciones. Por ejemplo, Brasil introduce su concepción moderna del fideicomiso por medio de la Ley 4728 de 1965; Otros países como Argentina por medio de la Ley 24441, Perú por la Ley General 26702 y Ecuador por el Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores, introducen sus versiones modernas del fideicomiso ya en los años 90³³.

El fideicomiso en Latinoamérica, como podemos ver, no tuvo los mismos orígenes romanos que la gran mayoría de las instituciones del derecho civil, sino que provino de la adaptación de un concepto del common law. La distinta realidad de nuestras naciones hizo que el fideicomiso sea una versión desnaturalizada, para los juristas anglosajones, del *trust*. Es así que, en la actualidad, hay quienes sostienen que no existe una figura asimilable entre los dos sistemas de derecho³⁴, a pesar de que claramente muchos conceptos fueron acogidos.

Entre las principales características que rigen a la generalidad de los fideicomisos latinoamericanos, y que distinguen a estos del *trust* están, primero, y más importante, que

³¹ Calderón, Caracterización y Antecedentes del Fideicomiso, *Óp. cit.*, p. 7.

³² Rodríguez Azuero, *Negocios Fiduciarios: Su Significación En América Latina*, *Óp. cit.*, p. 72.

³³ *Id.*, p. 75.

³⁴ Figueroa, Dante. "Civil Law Trust In Latin America: Is The Lack Of Trust An Impediment For Expanding Business opportunities in Latin America?" *Arizona Journal of International & Comparative Law* 24.3 (2007) <http://www.woessetpartners.com/BackOffice/manager/pdf/86.pdf> (acceso 14/02/2015) pp.701-767.

el fideicomiso es utilizado en el ámbito estrictamente comercial, mientras que el *trust*, como vimos anteriormente, es utilizado principalmente en el ámbito civil de los bienes, las herencias, la familia y etc., Tenemos también, la naturaleza contractual del fideicomiso, en el cual las partes necesariamente deben comparecer a la constitución por medio de escritura pública, lo que no se da en el *trust*, donde solo el *settlor*, o constituyente, necesita hacer constar su voluntad. Adicionalmente el *trust* no está obligado a la publicidad. Por otro lado, el fideicomiso requiere por ley que se registre la transferencia de dominio de los bienes fideicomitados a título del fideicomiso; en el *trust* en cambio se reconoce la propiedad del constituyente y la propiedad del beneficiario bajo sus distintas modalidades, más el fideicomiso nunca es titular de los bienes. Adicionalmente, el fideicomiso está sujeto a un límite de tiempo mientras el *trust* puede ser indefinido. Y finalmente, la responsabilidad de las fiduciarias en nuestras legislaciones tiene un límite; en el common law, las cortes tienen la potestad de discernir y decidir sobre todo tipo de posibles perjuicios que consideren imputables a las fiduciarias³⁵.

1.2. EL FIDEICOMISO EN EL ECUADOR

A continuación presentaremos **1.2.1** la concepción del fideicomiso específicamente en la legislación Ecuatoriana y sus principales características. En el punto **1.2.2** haremos un recuento de las principales normas que rigen el fideicomiso delimitando su particular concepción en nuestra legislación.

1.2.1. Definición y Características

Como fue mencionado dentro de los antecedentes, la primera referencia sobre el fideicomiso vino en el Código Civil, promulgado por primera vez en Ecuador en el año 1860. Esta definición se ha mantenido hasta hoy, expresando el Código en su artículo 748, lo siguiente:

Se llama propiedad fiduciaria la que está sujeta al gravamen de pasar a otra persona, por el hecho de verificarse una condición. La constitución de la propiedad fiduciaria se llama fideicomiso. Este nombre se da también a la cosa constituida en

³⁵ *Id.*, pp. 723-732.

propiedad fiduciaria. La traslación de la propiedad a la persona en cuyo favor se ha constituido el fideicomiso, se llama restitución.³⁶

El contenido de este artículo no contradice el resto de la normativa respecto del fideicomiso, como son el Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores y la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, con la excepción del concepto de restitución, el cual se encuentra definido en el artículo 113 de La Ley como “[...] la transferencia de dominio que haga el fiduciario a favor del mismo constituyente, del bien aportado a título de fideicomiso mercantil, en las mismas condiciones en las que fueron transferidos inicialmente”, sin embargo esta concepción civilista de la figura ha sido excluida expresamente por el Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores al decir en su artículo 137 que “Se excluye expresamente de la interpretación y efectos de los contratos de fideicomiso mercantil a las instituciones civiles referentes al fideicomiso, previstas en los libros Segundo y Tercero del Código Civil, por tener un fundamento diferente y de diversa naturaleza legal.”

El fideicomiso, en su concepción actual, fue introducido a la legislación ecuatoriana con la Ley de Mercado de Valores, publicada en el registro oficial número 367 del 23 de Julio de 1998. Esta ley, como consta en sus considerandos, fue una profundización la Ley de Mercado de Valores de 1993, la cual había sido un esfuerzo insuficiente por regular temas que para el país eran nuevos. Es así que la Ley de 1998 definió al fideicomiso mercantil de la siguiente manera:

Por el contrato de fideicomiso mercantil 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 esperan 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 sus 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.

De la definición anterior, vigente aun, se desprenden entonces alguna consideraciones; primero, el fideicomiso es un contrato, necesariamente un acuerdo de partes, donde, como veremos en detalle más adelante, comparecen a su constitución tanto el fideicomitente como la fiduciaria, y acuerdan sus respectivos derechos y obligaciones,

³⁶ Artículo 748, Código Civil.

concepción que difiere del trust, como se dijo anteriormente, que puede ser exclusivamente una disposición del fideicomitente.

Segundo, al decir el articulado que los bienes se transfieren de forma temporal e irrevocable, entendemos que hay un cambio en el titular del dominio, donde los bienes son exclusivamente del fideicomiso, administrados y representados por la fiduciaria; adicionalmente esta transferencia tiene un límite de tiempo, sea que se cumpla el objeto, se termine el fideicomiso o se cumpla el plazo, que nunca podrá exceder de 80 años³⁷, con la excepción de aquellos fideicomisos que tienen como condición la disolución de una persona jurídica o, si estos tuvieran fines culturales o de investigación, altruistas o filantrópicos³⁸; así mismo, los bienes fideicomitados no podrán ser retirados del patrimonio autónomo de forma libre, sino exclusivamente como beneficio o restitución. Se entiende por beneficio el resultado de la administración de bienes, y restitución, como reza el artículo 113 de la misma ley, “la transferencia de dominio que haga el fiduciario a favor del mismo constituyente, del bien aportado a título de fideicomiso mercantil, en las mismas condiciones en las que fueron transferidos inicialmente.”

Tercero, y probablemente lo que más distingue al fideicomiso ecuatoriano de sus contrapartes latinoamericanas, es el otorgarle a éste personalidad jurídica. Se entiende por personalidad jurídica la “aptitud legal para ser sujeto de derechos y obligaciones”³⁹, atribución la cual, le da al fideicomiso ecuatoriano un mayor alcance, mayor flexibilidad, y capacidades adicionales, por ejemplo, la titularidad de un Registro Único de Contribuyentes, por medio del cual tributar, o la posibilidad de financiarse por medio de las Instituciones financieras e incluso la posibilidad de la emisión de valores⁴⁰ como ya veremos más adelante en los siguientes capítulos como tema principal del análisis. Cabe

³⁷ Artículo 110, Inciso Segundo, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

³⁸ Artículo 110, Inciso Tercero, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

³⁹ Cabanellas, Guillermo, y Guillermo Cabanellas. Diccionario Jurídico Elemental. Buenos Aires: Editorial Heliasta, 2006.

⁴⁰ Artículo 115, último inciso, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

señalar, como consta del último párrafo del artículo 109 del Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores, que el fideicomiso “[...] no es, ni podrá ser considerado como una sociedad civil o mercantil, sino 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.”

Y, cuarto, se desprende del concepto que la fiduciaria es quien tiene control sobre el fideicomiso al ser su representante legal, con todo lo que esto implica, señalado de forma más amplia en el artículo 119 de la Ley, el cual sostiene que esta:

Podrá intervenir con todos los derechos y obligaciones que le correspondan al fideicomiso mercantil 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.

Pero limitada al objeto del fideicomiso, y como detallaremos, a las instrucciones específicas del constituyente, quien puede ser el beneficiario, como lo puede ser un tercero.

Con base en la definición que hemos dado, la ley ecuatoriana establece, en las principales normativas respecto del mercado de valores como son el Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores, y la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, las regulaciones específicas que controlan, en la práctica, el manejo de los Negocios fiduciarios. A pesar de ser el fideicomiso, como mencionamos, una figura relativamente nueva en nuestra legislación, y a pesar de existir todavía múltiples vacíos legales, se ha tratado de normar la mayor parte de los aspectos del mismo, los cuales analizaremos a continuación.

1.2.2. Regulación

1.2.2.1. Del Patrimonio Autónomo

Como se evidenció a lo largo de los antecedentes históricos, la figura del fideicomiso fue concebida, y famosamente utilizada, como un medio para el manejo y

trasferencia segura de los bienes, llegando la jurisprudencia a la conclusión de que los recursos fideicomitidos debían, necesariamente, ser separados de los demás recursos tanto del fideicomitente como del fiduciario, de ahí el concepto de patrimonio autónomo.

La legislación ecuatoriana, dentro del Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores, consagra claramente este principio en sus disposiciones, aunque enfocado al ámbito comercial. Por un lado, cada fideicomiso obligadamente debe tener una denominación que lo individualice y distinga de los demás que pueda tener el administrador fiduciario⁴¹. Por otro lado, la Ley declara, categóricamente, la obligación del fiduciario de mantener una separación, tanto de otros fideicomisos, como de los bienes del constituyente, y los suyos propios⁴². Esta separación tiene como consecuencia lógica que los bienes del fideicomiso garanticen únicamente las obligaciones del mismo⁴³, y que estos no puedan ser perseguidos por deudas ajenas, o embargados ni sujetos a ninguna medida precautelaría o preventiva⁴⁴ por los acreedores del fiduciario, o del constituyente salvo pacto en contrario.

En cuanto a los bienes que pueden ser fideicomitidos, el Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores, empieza por estipular los señalados anteriormente en la definición, como son los bienes “muebles o inmuebles corporales o incorporales, que existen o se esperan que existan”, y continua en el inciso tercero del artículo 118 diciendo que el patrimonio autónomo podrá estar constituido “por bienes, derechos, créditos, obligaciones y contingentes que sean transferidos en fideicomiso mercantil o que sean consecuencia del cumplimiento de la finalidad establecida por el constituyente.” Es importante mencionar que como consta en el artículo 30, sección III, subtítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, no se pueden aportar conocimientos técnicos o know how.

⁴¹ Artículo 109, inciso segundo, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores vigente.

⁴² Artículo 118, inciso primero, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores vigente.

⁴³ Artículo 118, inciso segundo, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores vigente.

⁴⁴ Artículo 121, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

Las transferencia que se realiza al fideicomiso “se efectuará conforme las disposiciones generales previstas en las leyes, atendiendo la naturaleza de los bienes⁴⁵” esta, no obstante, se encuentra “exenta de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones ya que no constituye hecho generador para el nacimiento de obligaciones tributarias ni de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias gratuitas y onerosas.”, como establece el artículo 113 del Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores. Esta exención incluye aquellos valores generados por la transferencia de bienes inmuebles, e incluye la restitución de los bienes antes definida, más no la transferencia de los beneficios, la cual está gravada con todos los impuestos y solemnidades de ley.

Sobre el tema de los bienes la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores aporta, en el artículo 11, sección IV, del Título V, que estos deberán estar correctamente valorados, ya sea según el Manual Operativo para Valoración a Precios de Mercado para aquellos valores inscritos, las Normas Ecuatorianas de Contabilidad, para los no inscritos, y a criterio de los constituyentes cuando se trate de bienes muebles o inmuebles.

1.2.2.2. Del Contrato

La escritura pública por medio de la cual obligatoriamente se constituye el fideicomiso⁴⁶, tiene como requisitos mínimos, los establecidos en el artículo 120 del Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valore, y los demás constantes en el artículo 4 del Título V de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, y que entre los más importantes están:

La identificación del o los constituyentes y del o los beneficiarios. Según el Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores, pueden ser

⁴⁵ Artículo 110, inciso segundo, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores vigente.

⁴⁶ Artículo 110, inciso primero, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

constituyentes de un fideicomiso las personas naturales o jurídicas privadas, públicas, regidas por lo que mande el Consejo Nacional de Valores, o mixtas, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica⁴⁷. En cuanto al beneficiario, el artículo 116 enumera a los mismos entes que pueden ser constituyentes, con la adición de las personas que se espera que existan, mencionando que el propio constituyente puede detentar además la calidad de beneficiario, y se lo entenderá como tal a falta de declaración expresa. No pueden ser beneficiarios por su parte, el propio fiduciario, sus administradores, representantes legales, o sus empresas vinculadas.

Sobre este tema agrega la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores que se debe determinar la identificación, la nacionalidad, el estado civil, domicilio y la condición en que comparecen las partes, incluyendo la fiduciaria. Finalmente, la legislación prevé la posibilidad de que un tercero pase a ser parte del fideicomiso, este se llama constituyente adherente. El constituyente adherente se une al fideicomiso por medio de un contrato de adhesión, donde este acepta las condiciones del fideicomiso⁴⁸. Para que puedan existir adherentes, el contrato de constitución, debe además, prever la posibilidad.

La calidad de constituyente o beneficiario, para nuestra legislación acarrea derechos y obligaciones. Históricamente los derechos de beneficiario, entendiendo su potestad de reclamar los resultados del fideicomiso, podían ser transferidos por medio de una cesión de derechos⁴⁹. No lo eran así los derechos de constituyente, a menos que se realizara una novación, sin embargo esta limitación fue eliminada por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, en el año 2014, permitiendo que un tercero sustituya al constituyente en su calidad de tal, por medio de una cesión de derechos donde ambas partes declaren expresamente su voluntad de hacerlo lo que en el fondo sigue siendo una novación.

⁴⁷ Artículo 115, inciso primero, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

⁴⁸ Artículo 115, Inciso Quinto, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

⁴⁹ Artículo 9, capítulo I, Sección IV, Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

Los derechos y obligaciones a cargo del constituyente, de los constituyentes adherentes, en caso de haberse previsto su adhesión, del fiduciario y del beneficiario. Al ser el fideicomiso un acuerdo de partes, estas pueden pactar en el contrato los derechos y obligaciones que consideren convenientes a su discreción, mientras no contravengan la ley; pero además, e incluso en el caso de no estar delimitados en el contrato, las partes tienen derecho: el constituyente a reclamar del fiduciario el cumplimiento de las instrucciones, la presentación de la rendición de cuentas y a ejercer acciones de responsabilidad civil o penal por dolo o culpa leve⁵⁰; el beneficiario, por su parte, tiene los mismos derechos que el constituyente y adicionalmente la posibilidad de impugnar actos respecto de los bienes que contravengan las instrucciones del fideicomitente, y solicitar la sustitución del fiduciario en los casos en que sea posible.

En cuanto a la fiduciaria, sus obligaciones son las de la administración responsable y diligente del fideicomiso, el cumplimiento de las instrucciones y el manejo de la información respecto de los fideicomisos que administra. En cuanto a su responsabilidad, y como fue mencionado, esta está limitada por ley, diciendo así el artículo 125 del Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores que “el fiduciario responde hasta por culpa leve en el cumplimiento de su gestión, que es de medio y no de resultado”, a diferencia del trust donde es potestad de las cortes definir sobre el alcance de la responsabilidad en cada caso. El reconocimiento de esta limitación debe necesariamente estar declarado en el contrato.

La denominación del patrimonio autónomo que surge como efecto propio del contrato. Dentro de la individualización del patrimonio autónomo dijimos que este debía llevar una denominación particular, esta debe necesariamente constar en el contrato. La Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, precisa además, la obligatoriedad de señalar “expresamente en todos los negocios fiduciarios, la finalidad que persigue con el contrato que se celebra” y si éste es “de administración, de garantía, de inmobiliario, de inversión u otro.”

Por la naturaleza misma del contrato, y siguiendo la forma del Derecho Civil, el Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores exige

⁵⁰ Artículo 126, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

además la precisión de los bienes que se aportan o que se aportaran a futuro, declarando la legitimidad de su procedencia, las causales y formas de terminación y sustitución del fiduciario así como su remuneración y por ultimo las instrucciones, que detallaran el manejo del negocio según la voluntad del constituyente.

Todas estas disposiciones, contenidas en el contrato, a pesar de estar supeditadas principalmente a la voluntad de las partes, tienen ciertas limitaciones. En este sentido expresa la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, que los contratos deberán “redactarse en términos sencillos, de forma tal, que sean de clara comprensión y reflejen con fidelidad y precisión, las condiciones jurídicas y económicas que se deriven del contrato”⁵¹, especificando el Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores por su lado que no podrán haber cláusulas que, desequilibren los derechos y obligaciones de las partes, incluyendo la posibilidad de que un tercero realice la gestión de la fiduciaria, que limiten los derechos de estas o que tengan efectos desfavorables, y cláusulas que “no se hayan destacado con caracteres visibles.”⁵²; temas que van más a la forma que al fondo de los negocios fiduciarios.

La información presentada constituye el marco legal de las principales cuestiones de fondo que regulan a la figura del fideicomiso en el Ecuador. Estas disposiciones nos darán la pauta para el análisis objeto de esta tesis sobre la posibilidad de que el fideicomiso emita obligaciones, conjuntamente con el capítulo siguiente, que tratará los mismos aspectos pero respecto de las obligaciones de forma específica.

⁵¹ Artículo 2, Título V, Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

⁵² Artículo 120, Numeral 3, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

CAPITULO II. LAS OBLIGACIONES

Al igual que con el fideicomiso, en este capítulo se realizará un recuento histórico de cómo se origina la idea de emitir deuda como un método de financiamiento, y de cómo esta herramienta ha sido de primordial importancia a la hora de darle forma al sistema financiero mundial durante los últimos siglos, y de su aparición en el Ecuador.

Adicionalmente, y como antecedente al análisis legal objeto de esta investigación, se hará un recuento de las norma que rigen la emisión de obligaciones en el país, y que serán las que nos darán las pautas, a la hora de contraponerlas con el fideicomiso, para determinar la posibilidad de que este emita efectivamente obligaciones.

2.1.ANTECEDENTES HISTÓRICOS

Esta sección por su parte revisará la evolución de la emisión de obligaciones a lo largo de la historia, [2.1.1] desde sus primeras delineaciones en Roma, y posteriormente, su renacimiento en la época medieval, de la mano con los mercados mundiales que consecuencia natural del comercio de las mismas. Así también, [2.1.2] se realizará un breve recuento de las obligaciones y su respectivos mercados en el Ecuador.

2.1.1. Desarrollo de los Mercados

La existencia del concepto de deuda, es tan antigua como la del dinero, existiendo evidencias de ésta desde Mesopotamia⁵³; la negociación de títulos que la contengan por su parte, tiene sus primeros indicios en Roma, alrededor del segundo siglo A. C., donde podemos encontrar el primer ejemplo de un mercado organizado de valores. Tres prerequisites esenciales para un mercado viable llegaron a existir en Roma, la disponibilidad inmediata de crédito, capital libremente transferible y la voluntad de arriesgarse. Lamentablemente, este mercado desapareció junto con el Imperio Romano, y

⁵³ Graeber, David. *Debt: The First 5000 Years*. New York: Melville, 2011, p. 391.

el sistema feudal cristiano que le siguió, estaba estigmatizado en contra de los mercados financieros.⁵⁴

Los mercados modernos tienen sus inicios en la época medieval, comparable con los fideicomisos, alrededor de los años 1100. Durante este periodo las ciudades estado italianas, frente a la creciente necesidad de financiar conflictos y guerras, y ante la limitada capacidad de recaudar fondos por medios de impuestos que devastarían a sus ciudadanos, optaron por la posibilidad de emitir bonos de deuda; de forma similar, las famosas joint stock companies, asimilables a las actuales sociedades anónimas, emitieron acciones, las cuales daban derecho a una porción de los dividendos anuales.

Estas primeras emisiones al ser realizadas, por el estado a tiempo indefinido, y por las compañías bajo la posibilidad de que no existan ganancias al final del año, no estaban al alcance sino de unos pocos con los recursos para afrontar el riesgo. Por esta razón se resuelve volver estos títulos transferibles, de forma tal que, de ser necesario, el inversionista podía en cualquier momento recuperar su dinero.⁵⁵

En un principio, estas transacciones eran tan raras, y los involucrados tan pocos, que a pesar de haber existido en Italia una ley prohibiendo la especulación sobre bonos del estado⁵⁶, no hubo la necesidad suficiente para profesionales en la materia. Adicionalmente, los gobiernos, principales emisores de títulos, durante siglos retrasaron el crecimiento del mercado por su tendencia a incumplir con los réditos de sus emisiones.

Es a partir del siglo XVII que el creciente volumen de instrumentos justificó la aparición de intermediarios y mercados especializados. Inicialmente existieron en Ámsterdam un grupo de especialistas dedicados exclusivamente a la intermediación, uniendo inversionistas con emisores, pero fue en París en 1724 que se estableció el primer

⁵⁴ Smith, B. Mark. *A History of the Global Stock Market: From Ancient Rome to Silicon Valley*. Chicago: University of Chicago, 2004, p. 11.

⁵⁵ Michie, R. C. *The Global Securities Market: A History*. Oxford: Oxford UP, 2006, p. 300.

⁵⁶ Smith, *A History of the Global Stock Market: From Ancient Rome to Silicon Valley*. *Óp. cit.*, p. 12.

mercado formal de valores⁵⁷. La historia de las obligaciones, así como de los demás títulos negociables, va entonces de la mano con la historia del mercado

A lo largo del siguiente siglo, y gracias a la necesidad de instrumentar un sistema confiable de negociación de títulos, principalmente después de la profunda crisis y consecuente caída de la Bolsa de 1789, se desarrollaron los demás mercados de gran relevancia en Londres, Ámsterdam, Estados Unidos, y mercados más pequeños, principalmente en Europa continental. Para este momento en la historia, el desarrollo de los mercados había sido mayoritariamente en respuesta a necesidades locales, y el grado de unificación de estos, mínimo, no existiendo relaciones internacionales⁵⁸.

A partir de los años 1840, con la invención del telégrafo, se da un enorme paso en la comunicación; transacciones ahora tomaban horas, cuando antes habían tomado días o semanas. El telégrafo permitió la unión de los distintos mercados como Nueva York y Filadelfia, o Paris y Bruselas, y la creación de mercados nacionales, más no logró la comunicación entre los continentes. Por otro lado durante esta primera mitad de siglo, grandes empresas como la del ferrocarril, introdujeron títulos al mercado que podían competir con aquellos emitidos por los gobiernos en cuanto a su atractivo para los inversionistas. El mercado que había sido utilizado casi exclusivamente por los gobiernos y principalmente para financiar conflictos armados, empezó a ser utilizado por las empresas para impulsar las industrias. Así también, empezaron a surgir los primeros mercados fuera de Europa y Estados Unidos⁵⁹.

Para los años 1900, y después de la Revolución en Comunicación⁶⁰, las transacciones de valores y acciones ascienden a un nivel internacional, donde la compra y venta de los mismos ahora se realizaba en base a la situación de los demás mercados mundiales. Los

⁵⁷ Michie, *The Global Securities Market: A History*. *Óp. cit.*, p. 310.

⁵⁸ *Id.*, p. 326.

⁵⁹ *Id.*, p. 1798.

⁶⁰ Fenómeno que empieza alrededor de la segunda mitad del Siglo XVIII, y culmina a principios del siglo XX, incluyendo la invención del telégrafo, el teléfono y la radio difusión, y que tiene como consecuencia un cambio radical en la vida económica, política y cultural de Europa, Estados Unidos y el Mundo. Behringer, Wolfgang. "Communications Revolutions: A Historiographical Concept." *German History* 24.3 (2006), p. 333-74.

distintos mercados individuales competían, cooperaban y se complementaban mutuamente, creando un mercado global de títulos con vida propia y que tenía la capacidad de sobrevivir crisis en mercados locales. Esto significaba además que las distintas transacciones podían darse en un ambiente organizado y hasta cierto punto controlado, invistiendo a los inversionistas de confianza. Por fin, para 1914, el mercado internacional estaba firmemente establecido como una de las instituciones centrales del capitalismo, siendo una herramienta esencial que permitía las grandes movilizaciones de dinero, y que contribuyó a la estabilidad del sistema monetario internacional⁶¹.

La estabilidad conseguida hasta inicios del siglo XX, se vio severamente perturbada por la Primera Guerra Mundial. Una vez más los gobiernos utilizaron el mercado y la emisión de obligaciones como medio de financiamiento, y cuando la Guerra terminó, terminó con ella la necesidad de fondos, dejando a los mercados vulnerables. La realidad de la situación sin embargo, no fue reconocida por los gobernantes de los países donde se encontraban los grandes mercados, como Estados Unidos, Londres y Francia, sino que se pretendió volver al mismo mercado que existía antes de la Guerra⁶². Como consecuencia, y gracias al frenesí de compra de títulos con la promesa de altos rendimientos, pero sin ningún respaldo real, se da caída de Wall Street en Octubre de 1929⁶³, que afectó principalmente a Estados Unidos, y subsecuentemente la crisis a nivel internacional de 1931, terminando con la era liberal económica.

Los inversionistas privados abandonaron el mercado, principalmente el de obligaciones, desmotivados por el volumen de incumplimientos y las fuertes pérdidas. Las transacciones de obligaciones pasaron a ser casi exclusivamente institucionales, negociadas de forma informal. Los mercados organizados pretendieron detener esta tendencia con regulaciones⁶⁴ adicionales a las impuestas para evitar nuevas crisis; La década de los treinta fue entonces una de restricciones y estrictos controles gubernamentales a los

⁶¹ Michie, *The Global Securities Market: A History*. *Óp. cit.*, p.2501.

⁶² *Id.*, p. 3241.

⁶³ "Securities Law History." *Legal Information Institute*. Cornell University Law School. https://www.law.cornell.edu/wex/securities_law_history (acceso 26/02/2015)

⁶⁴ Homer, Sidney. *The Historical Evolution of Today's Bond Market*. National Bureau of Economic Research, 1975, pp. 378-389.

mercados de valores alrededor del mundo, los cuales interrumpieron los flujos de capital de un país a otro y la tan necesaria integración.

A finales de la Segunda Guerra Mundial, los mercados de valores habían sido relegados dentro del sistema financiero, siendo considerados la banca y los gobiernos, la fuente de las soluciones a los problemas económicos de las décadas anteriores. Los estrictos controles que se venían imponiendo convirtieron a las Bolsas de Valores en una extensión de los entes reguladores gubernamentales; aun así, las barreras entre mercados estaban siendo superadas lentamente, como consecuencia del avance de la tecnología, volviendo los controles internos establecidos por los estados, poco efectivos. Para fines de la década de los sesentas, los sistemas monetarios y financieros, establecidos después de la Guerra, se estaban derrumbando⁶⁵.

Los rígidos controles instaurados por los Bancos Centrales y acuerdos intergubernamentales, no se abastecían para un mundo en el cual los flujos de capitales internacionales estaban creciendo a pasos agigantados, tanto en cantidad como en variedad, como el Euro-Bono, que durante la década de los ochenta se había afirmado por encima de los bonos americanos, al prescindir de los controles impuestos a estos⁶⁶. Así también, para eludir las fuertes regulaciones, las transacciones informales proliferaron, creando un mercado over the counter (OTC) que de forma progresiva fue desestimando a los mercados formales. A inicios de los años noventa, los mercados de acciones y obligaciones se habían fracturado; siendo las obligaciones los títulos que dominaban el mercado OTC, preferidas por ser su negociación sencilla y prácticamente instantánea, a diferencia de las acciones, comercializadas principalmente en Bolsa, bajo el escrutinio de los entes de control. A lo largo de la década de los noventa entonces, el principal componente del mercado de capitales global fueron las obligaciones⁶⁷.

⁶⁵ Michie, *The Global Securities Market: A History*. *Óp. cit.*, p. 4270.

⁶⁶ Benzie, Richard. "The Development of the International Bond Market." *BIS Economic Papers* 32 (1992) Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/publ/econ32.pdf> (acceso 25/02/2015), pp. 2-98.

⁶⁷ Michie, *The Global Securities Market: A History*. *Óp. cit.*, p. 6391.

Desde los inicios del siglo XXI, al presente, las emisiones de obligaciones han crecido de manera significativa, duplicándose en tamaño, incluso a mayor ritmo que la economía. Este acentuado crecimiento ha sido consecuencia principalmente de la innovación tecnológica sin precedentes que ha existido en las últimas décadas, que ha eliminado las barreras internacionales y ha incrementado la velocidad con la que se hacen los negocios. En la actualidad, la emisión de obligaciones representa uno de las herramientas más utilizadas en el mundo como método de financiamiento, tanto para los estados como para las compañías, doblando en tamaño a su competidor directo, el mercado de acciones. Según el reporte de la consultora internacional McKinsey & Company, “Mapping Global Capital Markets 2011”, el mercado de obligaciones representa 157 trillones de dólares, de los 212 trillones totales del mercado de capitales, en comparación a los 54 trillones de dólares correspondientes a las acciones.⁶⁸

La diferencia se debe, en parte, a que las obligaciones pueden ser emitidas por una gran variedad de entidades, mientras las acciones solo pueden ser emitidas por compañías. Aun así, incluso cuando el mercado de acciones se encontraba en los números más altos de su historia, antes del 2008, el financiamiento por medio de obligaciones constituía el 75 por ciento del total del financiamiento de empresas⁶⁹.

2.1.2. El Mercado en el Ecuador

La primera Bolsa de Comercio se estableció en el Ecuador el 26 de Junio de 1884, como resultado del primer Código de Comercio ecuatoriano, el cual entra en vigencia el 1 de Mayo del año 1882, y además de constituir la primera mención de Bolsa en el país, la regula y permite. En 1906 se expide el Código de Comercio de Alfaro, el cual define la Bolsa de Comercio como “[...] la lonja o sitio público en que se reúnen los comerciantes o personas que se dedican al tráfico y giro mercantil, y los agentes de comercio para tratar y

⁶⁸ "World Capital Markets – Size of Global Stock and Bond Markets." *Perspectives on Return and Risk Managment*. QVM Group, 2 Apr. 2012. <http://qvmgroup.com/invest/2012/04/02/world-capital-markets-size-of-global-stock-and-bond-markets/>. (acceso 28/02/2015)

⁶⁹ Tang, Kay. *Bond Market Size Vs. Stock Market Size*. ZACKS. <http://finance.zacks.com/bond-market-size-s-stock-market-size-5863.html>. (acceso 28/02/2015)

negociar con sujeción a lo que prescriban a la Ley y los reglamentos [...]”⁷⁰ Casi veinte años después, en 1953, se crea en Guayaquil la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A., y en 1955 mediante decreto ejecutivo nace la Comisión Nacional de Valores⁷¹.

En 1964 se expide la Ley de la Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional, sustituyendo la Comisión Nacional de Valores; y en 1969, con Ley No. 11, se permite el establecimiento de las Bolsas de Valores propiamente, con la intención de posteriormente constituir la Bolsa de Valores de Quito. El 30 de Mayo de 1969 se autoriza el establecimiento de las Bolsas de Valores tanto de Quito como de Guayaquil; La Bolsa de Valores de Quito fue propiamente constituida por escritura pública el 25 de Agosto de 1969, y la de Guayaquil por su parte lo fue el 2 de Septiembre del mismo año, bajo la figura de compañías anónimas. Finalmente en 1994 se transforman ambas instituciones en corporaciones civiles, bajo la Ley de Mercado de Valores de 1993⁷².

El mercado ecuatoriano es una milésima del tamaño de mercados como el estadounidense o el de Londres, sin embargo, y según el boletín mensual de la Bolsa de Valores de Quito, de Enero del 2015, solo en obligaciones se habrían negociado alrededor de 424.805.874 dólares durante el año 2014, provenientes de alrededor de 70 compañías a nivel nacional.

2.2. LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN EL ECUADOR

En esta segunda sección, se realizará análisis de [2.2.1] la concepción bajo la ley ecuatoriana de la emisión de obligaciones, y subsecuentemente, [2.2.2] un recuento del marco legal de las mismas, incluyendo sus requisitos y limitaciones.

2.2.1. Definición y Características

⁷⁰ Artículo 60, Código de Comercio 1906.

⁷¹ "Antecedente Históricos." *Bolsa De Valores Quito*. <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/antecedentes-historicos/>. (acceso 2/03/2015)

⁷² Campoverde, Freddy. "Mercado De Valores Del Ecuador." *Instituciones Financieras Y De Mercados* (2012): Universidad Ecoteg. <https://gye.ecomundo.edu.ec/...ecotec/.../2012F/.../20125400> (acceso 5/03/2015)

La primera normativa sobre emisión de obligaciones en el Ecuador, contenida dentro de la Ley de Mercado de Valores de 1993 establecía en su artículo 35 que “Obligaciones son los valores emitidos por las compañías anónimas y de responsabilidad limitada que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.”

Con la Ley de Mercado de Valores de 1998, se amplía la concepción de las obligaciones, estableciendo en el artículo 160 que:

Obligaciones son los valores emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

Esta definición prevaleció hasta la reforma introducida por la Ley Orgánica Para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario Bursátil, que por su parte definió la emisión de obligaciones, en el mismo artículo 60 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.

Esta nueva definición no cambia la naturaleza de la emisión, sino que abre las puertas para que entes que antes no podían acudir al mercado como fuente de financiamiento, ahora lo puedan hacer, incluyendo a las personas de derecho público, que a pesar de haber podido emitir deuda con anterioridad, lo hacían bajo una figura distinta y en sujeción a otras normas legales. De la misma forma, la potestad otorgada a otros entes de poder emitir obligaciones, acercaría al mercado ecuatoriano a las concepciones que tienen los sistemas monetarios más avanzados, permitiéndole al mercado nacional crecer e innovarse. Cabe notar, que adicional a los entes establecidos específicamente en la definición anterior, la reforma al artículo prevé la posibilidad de que la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, decida, dentro de sus potestades, quienes podrían eventualmente realizar una emisión, a pesar de no estar en el contenido de la norma.

Por otro lado y, al igual que en el caso del fideicomiso, la ley ecuatoriana establece que la emisión de obligaciones tendrá que necesariamente ser realizada por medio de

escritura pública, y que a la celebración de la misma deberán comparecer tanto quien emite las obligaciones, como el representante de los obligacionistas⁷³. En nuestra legislación, como en los mercados alrededor del mundo, además, existen varios tipos de obligaciones, a largo plazo, entendiendo aquellas que superen los 365 días, las obligaciones sindicadas, donde existe más de un emisor en un solo proceso de oferta pública⁷⁴ y a corto plazo, llamadas papel comercial.

Para efectuar una oferta pública de papel comercial, se requerirá solamente de una circular de oferta pública que contendrá información legal, económica y financiera actualizada del emisor; monto de la emisión, modalidades y características de la misma; lugar y fecha de pago del capital y sus intereses; menciones que deberán tener los títulos a emitir; obligaciones adicionales de información y restricciones a las que se someterá el emisor, establecidas en el contrato de emisión; y, derechos, deberes y responsabilidades de los tenedores de papel comercial.

La oferta pública de este tipo de obligaciones no requerirá de escritura pública. El representante legal de la empresa emisora deberá incluir en la circular una certificación juramentada de la veracidad de la información divulgada en la circular⁷⁵.

2.2.2. Regulación

2.2.2.1.Requerimientos

En nuestra legislación las emisiones de acciones cuentan con una serie de requisitos que se encuentran destinados a proteger de la forma más eficaz posible a los inversionistas. Estos requisitos resultan esenciales para toda emisión de obligaciones ya que sin ellos, el ente de control, como lo es la Superintendencia de Compañías, no aprobaría las mismas, o su inscripción en el catastro público de valores. Todos los requerimientos que establece la

⁷³ Persona encargada de “la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponda a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total” Artículo 165, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

⁷⁴ Artículo 60, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

⁷⁵ Artículo 174, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

ley se encuentran regulados, al igual que el fideicomiso, en las dos principales normas del mercado de valores, como son el Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores y la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

De la calificación de riesgos.- El primer requisito para una emisión de obligaciones, es la calificación de riesgo⁷⁶. Esta deberá ser realizada por una compañía calificadora, la cual a su vez deberá constar inscrita dentro del catastro público de valores. Esta calificación deberá mantenerse actualizada en el catastro público mientras se encuentre vigente la emisión⁷⁷.

De las garantías.- Segundo, toda emisión deberá contar con una garantía general y podrá adicionalmente contar con una garantía específica la cual servirá para respaldar el pago del capital, de los intereses parcial o totalmente, o de ambos⁷⁸; en el caso de las obligaciones sindicadas se deberá constar necesariamente con ambos tipos de garantía, para el caso en particular de las específicas, todos los emisores que forman parte del proceso de sindicación, serán solidarias⁷⁹.

La Ley de Mercado de Valores, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, define la garantía general como “la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica”, en concordancia con la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, la cual establece el cálculo del monto máximo que un ente está permitido emitir con este único tipo de garantía, como el 80% de los activos mencionados; este cálculo, exige la codificación, deberá estar establecido en una certificación y adjunto al prospecto de oferta pública y además deberá

⁷⁶ “Se entenderá por calificación de riesgo, la actividad que realicen entidades especializadas, denominadas calificadoras de riesgo, mediante la cual den a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública” Artículo 185, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

⁷⁷ Artículo 161, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

⁷⁸ Artículo 162, inciso primero, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

⁷⁹ Artículo Inumerado después del artículo 162, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

mantenerse hasta que se haya cumplido de forma total con la rendición de obligaciones, que de lo contrario podrán ser declaradas de plazo vencido⁸⁰.

En cuanto a la garantía específica, esta se encuentra definida como “aquella de carácter real o personal, que garantiza obligaciones para asegurar el pago del capital, de los intereses o de ambos”, y podrán ser valores u obligaciones ejecutivas de terceros que no sean el emisor o flujos de fondos predeterminados o específicos, además de todos aquellos medios que generalmente se utilizan para garantizar cualquier tipo de deuda, expuestos en el artículo 14 de la Codificación, el cual establece que podrán ser:

[...] prendas, hipotecas, avales, fianzas, cartas de crédito stand by, pólizas de seguro, certificados de depósito de mercaderías de fácil realización, fideicomisos mercantiles de garantía o aquellos de administración que constituyan fuente de pago, así como otras que, para el efecto, establezca el Consejo Nacional de Valores.⁸¹

De ser una entidad extranjera la que otorgue las garantías, la calificación de riesgo de la misma deberá ser realizada por una calificadora reconocida internacionalmente.

Al igual que lo dispuesto para la garantía general, la garantía específica tendrá que estar vigente mientras lo esté la emisión. Adicionalmente, en el caso que las garantías estén constituidas sobre valores la ley establece los siguientes requisitos:

1. Al momento de la constitución de la garantía, el emisor de los valores no estará en concurso preventivo, cesación de pagos o programa de regularización.
2. Al momento de la constitución de la garantía y durante el tiempo de vigencia de la emisión, los valores objeto de la garantía deberán estar inscritos en una bolsa de valores.
3. Las categorías de calificación de riesgo que al menos deben mantener los valores objeto de la garantía son las siguientes: valores emitidos por instituciones no financieras "B" y valores emitidos por instituciones financieras "BBB".
4. Si los valores objeto de la garantía, cuentan con calificación otorgada por una calificadora de riesgo del extranjero, el significado de calificación de la categoría otorgada debe ser equivalente al significado de calificación establecido en el numeral precedente.
5. Los valores objetos de la garantía serán valorados a precios de mercado.⁸²

⁸⁰ Artículo 13, Capítulo III, Sección III, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

⁸¹ Artículo 14, Capítulo III, Sección III, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores

⁸² Artículo 14, Capítulo III, Sección III, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores

Por otro lado, las emisiones que además de garantía general, cuenten con una garantía específica, no podrán superar el 80 por ciento del avalúo de los bienes que las garanticen, a menos que en respaldo de la emisión, se otorgarán fianzas o avales conferidos por instituciones financieras autorizadas, en cuyo caso las emisiones podrán ser de hasta el 100 por ciento de los bienes mencionados. Estas garantías serán consideradas bajo el valor de mercado, o en su defecto se realizara un peritaje⁸³.

Cabe mencionar que de no ser posible la colocación de la totalidad de las obligaciones, el emisor, previa autorización del representante de los obligacionistas, podrá disponer del exceso de la garantía específica, hecho que se deberá informar tanto a la Superintendencia de compañías como a la bolsa de valores que corresponda⁸⁴. De la misma forma, la emisora podrá disponer de las garantías otorgadas en proporción a la rendición de las obligaciones emitidas, así como también será posible sustituir o cambiar las garantías, todo esto bajo los mismos considerandos antes mencionados en cuanto notificaciones y autorización⁸⁵.

Del Proceso de emisión.- La junta general de accionista o socios, o quienes estos deleguen, resolverá sobre la emisión de obligaciones, y sobre las condiciones de dicha emisión, que como mencionamos deberá ser realizada por medio de escritura pública.

El contrato de emisión, para ser válido, deberá contener, primero los derechos y obligaciones del emisor, del representante y de los obligacionistas, que además de los acordados, tendrán derecho al reembolso del principal, a la conversión en acciones de ser el caso, y a los intereses según las condiciones preestablecidas⁸⁶.

⁸³ Artículo 15, Capítulo III, Sección III, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

⁸⁴ Artículo 16, Capítulo III, Sección III, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

⁸⁵ Artículo 163, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

⁸⁶ Artículo 5, Capítulo III, Sección III, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Segundo, deberán constar, nombre y domicilio del emisor, fecha de la escritura de constitución de la compañía emisora y fecha de inscripción en el Registro Mercantil, donde se inscribió, así como los términos y condiciones de la emisión, monto, unidad monetaria en que ésta se exprese, rendimiento, plazo, garantías (generales y específicas de haberlas), sistemas de amortización, sistemas de sorteos y rescates, lugar y fecha de pago, series de los títulos, y destino detallado y descriptivo de los fondos a captar, que no podrá ser la adquisición de acciones u obligaciones emitidas por grupos financieros o económicos, compañías de seguros privados o sociedades o empresas mercantiles, que estén vinculadas con el emisor, así como tampoco podrá ser el destino cancelar otros pasivos con personas naturales o jurídicas vinculadas.⁸⁷

Adicionalmente, teniendo en cuenta que las obligaciones podrán estar representadas por títulos o anotaciones en cuenta, la escritura deberá contener la indicación de ser, en el caso de título, si este es a la orden o al portador. A su vez, los títulos, que serán ejecutivos, deberán contener los requisitos establecidos en el artículo 9, Capítulo III, Sección III, Título III, de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Estará establecido en la escritura, también los procedimientos de rescate anticipado, que sólo podrán efectuarse por sorteos u otros mecanismos que garanticen un tratamiento equitativo para todos los obligacionistas, como serían acuerdos que se establezcan entre el emisor y los obligacionistas, como también, mediante ofertas de adquisición que efectúe el emisor a través de las bolsas de valores del país. Las obligaciones dejarán de ganar intereses a partir de la fecha de su vencimiento o redención anticipada, salvo incumplimiento del deudor, en cuyo caso se aplicará el interés de mora. En el caso de las obligaciones que fueren readquiridas por el emisor, no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado.⁸⁸

⁸⁷ Artículo 2, Capítulo III, Sección III, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

⁸⁸ Artículo 7, Capítulo III, Sección III, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Manda el mismo artículo 164, que en el contrato por medio del cual se instrumenta la emisión de obligaciones, se detallarán adicionalmente las limitaciones al endeudamiento del emisor, las normas relativas al funcionamiento de la asamblea de obligacionistas, su representante con su respectiva remuneración, el agente pagador de haberlo, el cual podrá ser la propia emisora o una institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros, el procedimiento para resolución de controversias, y finalmente la información respecto del contrato de underwriting si existiera.

De los resguardos.- Se entiende como resguardos a los respaldos, en última instancia, de las emisiones. El emisor deberá determinar las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables:

a) 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,

b) 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.⁸⁹

Establece la normativa, que además, el emisor no podrá repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora, y deberá mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación. De no cumplir con lo establecido, se podrán declarar de plazo vencido las emisiones⁹⁰.

Del Prospecto de Oferta Pública.- El prospecto de oferta pública es el documento por medio del cual, el emisor da a conocer las condiciones que este ha establecido para la emisión de obligaciones al público y sus posibles inversionistas. Para garantizar que quienes quieran adquirir las obligaciones disponibles en el mercado, conozcan exactamente bajo qué condiciones lo están haciendo y la situación de la compañía que tendrá que cumplir con los rendimientos, la Codificación establece como requisitos mínimos, la portada, donde constará la información esencial de la emisión, la información general

⁸⁹ Artículo 11, Capítulo III, Sección III, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

⁹⁰ Artículo 11, Capítulo III, Sección III, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

sobre el emisor, la descripción del negocio del mismo, las características de la emisión, y la información económico – financiera del emisor.

De la facultad de la conversión de obligaciones.- La legislación ecuatoriana permite que las obligaciones emitidas por una compañía, sea a futuro canjeadas por una acción de la misma⁹¹. Las obligaciones emitidas bajo esta modalidad implicarán un compromiso por parte de quien las emite, de aumentar el capital de la empresa y registrar a los nuevos socios en los libros sociales⁹².

Del representante de los obligacionistas y la asamblea.- Bajo la misma línea de defensa al inversionista, la Ley de Mercado de Valores, Libro II del Código Monetario Financiero, requiere que como parte de los requisitos de la emisión, la emisora celebre 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 y hasta su cancelación total⁹³. Este representante, el cual funcionará bajo la supervisión de la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, tendrá todas las facultades y deberes que consten en el contrato, y la ley, entre los que se encuentran, el requerimiento de todo tipo de información al emisor dentro del desempeño de sus funciones, la verificación del cumplimiento del contrato, el informar al ente de control y los obligacionistas de todos los temas que a estos les conciernan, y elaborar un informe de control⁹⁴.

Por su parte, la asamblea de los obligacionistas, constituida por los tenedores de la emisión, la cual para deliberar válidamente deberá ser convocada de acuerdo a la ley⁹⁵, podrá:

⁹¹ Artículo 18, Capítulo III, Sección III, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

⁹² Artículo 19, Capítulo III, Sección III, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

⁹³ Artículo 165, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

⁹⁴ Artículos 166 y 167, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

⁹⁵ Artículo 170, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

- a) Aprobar el informe de gestión del representante de los obligacionistas, sobre el cumplimiento de sus obligaciones;
- b) Designar nuevo representante de los obligacionistas, si lo estimare conveniente;
- c) Confirmar al representante de los obligacionistas designado por el emisor en la escritura del contrato de emisión, si lo estimare conveniente; y,
- d) Autorizar modificaciones al contrato de emisión propuestas por el emisor, con los dos tercios de los votos pertenecientes a los instrumentos de la emisión correspondiente y, que no fueran de aquellas en que el representante de obligacionistas tiene facultades propias⁹⁶.

Las regulaciones antes presentadas constituyen el marco legal dentro del cual funciona la emisión de obligaciones en la legislación ecuatoriana. Una vez expuestos los principales requisitos y limitaciones de esta forma de financiamiento, procederemos al análisis que nos concierne, contraponiéndolos con la figura del fideicomiso, para determinar la viabilidad de que este emita efectivamente obligaciones, y cuáles serán los principales problemas que el proceso acarrearía en la práctica.

⁹⁶ Artículo 169, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

CAPÍTULO III.- EMISIÓN DE OBLIGACIONES POR EL FIDEICOMISO

A continuación, se realizará un análisis detallado de los requerimientos de la ley ecuatoriana para la emisión de obligaciones, contrapuesto con las normas que rigen al fideicomiso mercantil, y la capacidad que tendría este de cumplir con ellos. Para este análisis, primero veremos cuál de las modalidades del fideicomiso tiene una necesidad real y justificable de adquirir financiamiento, así como de contar con los recursos para el pago de los rendimientos generados por las obligaciones emitidas.

3.1.ANÁLISIS DE LOS ARTÍCULOS 115 Y 160 DEL CÓDIGO ORGÁNICO MONETARIO Y FINANCIERO LIBRO II, LEY DE MERCADO DE VALORES

El análisis de esta tesis parte de las modificaciones realizadas a las normas que regulan el mercado de valores, [3.1.1.] donde veremos qué específicamente cambió, para permitir la facultad del fideicomiso a recurrir al mercado de valores para financiarse, dentro de las reformas realizadas durante el año 2014, tanto dentro de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario Bursátil, como en consecuencia de la inclusión de la Ley de Mercado de Valores, en el Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II.

3.1.1. Reformas del 2014

El año 2014 fue un año de cambios y reformas para el mercado de valores. En mayo, por medio de la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario Bursátil, se introducen el primer grupo de reformas a la Ley de Mercado de Valores, vigente desde el año 1998.

Esta primera reforma, publicada el 20 de mayo en el suplemento del Registro Oficial número 249, entre otros múltiples cambios, sustituye el artículo 160 de la ley de Mercado de Valores, permitiendo por primera vez que “personas jurídicas de derecho público o privado” emitan obligaciones, como vimos en el capítulo anterior, donde antes

únicamente podían las “compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales.”

La misma reforma realizada en Mayo, agrega a continuación del último inciso del artículo 115 de la Ley de Mercado de valores, que “el patrimonio autónomo únicamente podrá obtener financiamiento para el cumplimiento de su finalidad a través de instituciones del sistema financiero y a través de los mecanismos establecidos en esta ley”, aclaración que anteriormente no había sido incluida.

El 12 de Septiembre del mismo año, con la inclusión de la Ley de Mercado de Valores en el Código Orgánico Monetario y Financiero, publicado en el Segundo Suplemento del Registro Oficial N0.332, se introduce una reforma adicional al artículo 115, la cual amplía las posibilidades de financiamiento del fideicomiso, estableciendo “para el cumplimiento de su finalidad, el patrimonio autónomo podrá obtener financiamiento de instituciones del sistema financiero, mediante la emisión de valores establecidos en esta ley, y a través de otros mecanismos que regule la Junta.”

Con los cambios mencionados, y bajo la consideración contenida en el artículo 109 del Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de valores, la cual dota de personalidad jurídica al fideicomiso, podemos concluir que este se encuentra autorizado por la propia ley para efectivamente emitir títulos valores, como modo de financiamiento, dentro del cumplimiento de los fines específicos para los que fue creado; en el caso del presente análisis, centrado en las obligaciones.

Sin embargo, la concepción legal del fideicomiso, y la instrumentación que le ha dado la ley a la emisión de obligaciones, han sido, en su mayoría, concebidas bajo conceptos anteriores, como que las obligaciones podían ser emitidas por compañías exclusivamente, lo que significará que la implementación en la práctica de estas nuevas reformas, no solo podrá encontrarse vacíos, sino también contradicciones, posibilidad analizaremos a continuación, para determinar si estas son subsanables, y la nueva normativa, aplicable.

3.2.ALCANCE DE LA FIGURA DEL FIDEICOMISO

Existen varias teorías sobre lo que es la propiedad fiduciaria; mucho de los países latinoamericanos se sujetan a la teoría de Navarro Martorell, quien sostiene que “la propiedad fiduciaria no es una propiedad especial, sino una verdadera y plena” bajo la cual “el fiduciario adquiere sobre los bienes fideicomitidos la plena e irrevocable propiedad, no solo contra terceros sino frente al constituyente”⁹⁷;

Es así, que para la legislación argentina:

Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante), transfiera la propiedad fiduciaria a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato⁹⁸;

Para el Código de Comercio de Costa Rica:

Por medio del fideicomiso el fideicomitente transmite al fiduciario la propiedad de bienes o derechos⁹⁹

Para Guatemala por su parte:

El fideicomitente transmite ciertos bienes y derechos al fiduciario, afectándolos a fines determinados.¹⁰⁰

Bajo estas concepciones, se entiende, que al ser el fiduciario el verdadero dueño de los bienes, este podrá actuar en tal calidad para el cumplimiento de los fines para los que fue creado el fideicomiso, dentro de lo que haya establecido el constituyente, no como representante del mismo, sino como titular de la propiedad fiduciaria.

⁹⁷ Kiper, Claudio Marcelo., y Silvio V. Lisoprawski. *Tratado De Fideicomiso*. Buenos Aires: LexisNexis Depalma, 2004. p. 69.

⁹⁸ Ley 24441, Rodríguez Azuero, *Negocios Fiduciarios: Su Significación En América Latina*. Óp. cit., p. 76.

⁹⁹ Artículo 633 Código de Comercio, Rodríguez Azuero, *Negocios Fiduciarios: Su Significación En América Latina*. Óp. cit., p. 81.

¹⁰⁰ Artículo 766, Decreto 34-96, Rodríguez Azuero, *Negocios Fiduciarios: Su Significación En América Latina*. Óp. cit., p. 87.

En Ecuador por el contrario, y como establece el artículo 160 de la correspondiente Ley, los bienes aportados se transfieren a un patrimonio autónomo, un ente separado tanto del constituyente como del administrador fiduciario. Al ser el propio patrimonio el dueño, no podrá ser la fiduciaria quien disponga de los bienes de forma directa, y en ejercicio de su titularidad, pues no la tiene, como si sería factible en los ejemplos anteriores.

Es así, que para la consecución de sus fines, la legislación ecuatoriana ha previsto dotar al patrimonio autónomo con personalidad jurídica; Como había planteado Ledesma Uribe en su teoría del fideicomiso, el cual al cumplir con los preceptos que a su vez establecía Hauriou, podía ser una institución, la cual necesariamente conllevaba la personalidad jurídica,¹⁰¹.

Esta personalidad jurídica que se concede a la figura del fideicomiso, invalida muchas de las limitaciones que bajo otras concepciones la figura puede tener, y lo vuelve a este capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones¹⁰².

Esto tendrá como consecuencia, que el fideicomiso pueda obligarse, bajo los mismo parámetros que lo haría una compañía, o sea todo aquello que por su naturaleza no corresponda exclusivamente a las personas naturales, y la cual tiene capacidad de goce¹⁰³, y cuya única limitación a la capacidad de ejercicio, por ser incapaz relativo, sería, como nos dice Parraguéz, “el no poder actuar por sí mismas y la necesidad que obren por ella sus representantes legales¹⁰⁴”; que en el caso del fideicomiso, y como vimos que establece el artículo 119 de la Ley, será la fiduciaria.

De aquí, que la emisión de obligaciones que ha permitido la ley, pueda ser efectivamente una a la que el fideicomiso se pueda someter, por medio de su representante, de poder este, cumplir con los requisitos como más adelante veremos.

¹⁰¹ Domínguez Martínez, Jorge. *El Fideicomiso: Negocio Jurídico, Régimen Fiscal Inmobiliario E Instrumento En La Inversión Extranjera*. Novena ed. México: Porrúa, 2001.

¹⁰² Artículo 583, Código Civil.

¹⁰³ Parraguéz Ruíz, Luis. *Manual De Derecho Civil Ecuatoriano: Personas Y Familia*. Séptima Edición ed. Quito: Universidad Técnica Particular De Loja, 2004, p. 136.

¹⁰⁴ *Id.*, p. 137.

3.3.DE LAS MODALIDADES DEL FIDEICOMISO

Como establecimos en el primero capítulo, los negocios fiduciarios requieren, dentro del contrato, la declaración expresa del tipo de fideicomiso de que se trata, pudiendo ser estos de garantía, de inversión, inmobiliarios, y de administración, en función de que cada modalidad de fideicomiso, como consta de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, tiene una concepción definida en base a su objeto, y un conjunto de regulaciones que le aplican de forma individual y específica; a pesar de que todos conllevan el encargo de administrar, y como nos dice Carregal, todos tienen una función de garantía, implícita, por la cual salen del patrimonio del constituyente y pasan al patrimonio autónomo¹⁰⁵.

Adicionalmente, los bienes del fideicomiso, como se establece en la Doctrina IV de la Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores, “están destinados, exclusivamente, a la consecución de la finalidad para la cual el fideicomiso fue creado, [constituyendo] un patrimonio afectado al cumplimiento de un fin específico”, lo que significa, que la disposición de los bienes por parte de la fiduciaria no podrá desviarse del objeto declarado en el contrato del fideicomiso, de ser este de garantía, para respaldar la obligación, en el caso de administración limitándose al manejo de los mismos; causando que “respecto de ellos solo puedan ejercitarse los derechos y acciones que al mencionado fin se refieran”¹⁰⁶, no utilizando al patrimonio autónomo como vehículo para que el constituyente realice otras acciones.

3.3.1. Del Fideicomiso En Garantía

De esta forma, por un lado, el fideicomiso en garantía ha sido definido como:

¹⁰⁵ Carregal, Mario. *El Fideicomiso De Garantía. Análisis Integral. Función Y Régimen*. Comp. Guillermo Cabanellas. Buenos Aires: Editorial Heliasta, 2011.

¹⁰⁶ Domínguez Martínez, *El Fideicomiso: Negocio Jurídico, Régimen Fiscal Inmobiliario E Instrumento En La Inversión Extranjera*. *Óp. cit.*, p. 36.

[...] el contrato mediante el cual el fiduciante transfiere la propiedad de uno o más bienes a un fiduciario con la finalidad de garantizar con ellos o con su producido, el cumplimiento de ciertas obligaciones a cargo de aquel o de un tercero, designado como un beneficiario al acreedor, o a un tercero en cuyo favor, en caso de incumplimiento se pagara la obligación garantizada¹⁰⁷;

De la misma forma se encuentra definido en la Codificación como:

Contrato en virtud del cual el constituyente, que generalmente es el deudor, transfiere la propiedad de uno o varios bienes a título de fideicomiso mercantil al patrimonio autónomo, para garantizar con ellos y/o con su producto, el cumplimiento de una o varias obligaciones.¹⁰⁸

Este fideicomiso, como se desprende de las definiciones antes anotadas, tiene como objeto la tenencia de bienes que respaldan una obligación, y lógicamente la administración de los mismos; bienes estos que no podrán ser utilizados para ningún otro propósito, ni apropiados por el constituyente o beneficiario, sino en función de la extinción de la deuda y levantamiento de la garantía, como establece Rodríguez Azuero al decir que el aporte “[...] ha sido transferido previamente por parte del deudor al fideicomiso, en forma deliberada y consciente, encomendándole una determinada gestión que puede traducirse, seguramente, en la venta del bien y en el pago al acreedor [...]”¹⁰⁹

Al ser el objeto del fideicomiso, respaldar una deuda ya existente, entendemos entonces que los bienes contenidos en el fideicomiso, se encuentran gravados, y no podrían ser objeto de una segunda garantía, como lo es la garantía general requerida para la emisión de obligaciones, donde los activos que utilizará el emisor como respaldo, tendrán que ser libres de gravámenes necesariamente, caso contrario, de caer el emisor en mora, estos no podrían ser liquidados para cumplir con su objeto de pagar a los acreedores; imposibilitando este particular, al fideicomiso de ser emisor.

¹⁰⁷ Kiper, *Tratado De Fideicomiso. Óp. cit.*, p. 463.

¹⁰⁸ Artículo 17, Sección II, Capítulo I, Título V, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

¹⁰⁹ Rodríguez Azuero, Sergio. *Contratos Bancarios: Su Significación En América Latina*: Quinta Edición. Legis. Bogotá. Colombia. 2002. p. 892.

3.3.2. Del Fideicomiso de Administración

Por otro lado, en cuanto al fideicomiso cuyo objeto es exclusivamente la administración, lo define la Codificación como:

El contrato en virtud del cual se transfieren bienes muebles o inmuebles al patrimonio autónomo, para que la fiduciaria los administre y cumpla las instrucciones instituidas en el mismo.¹¹⁰

Este tipo de fideicomiso, como nos dice Rodríguez Azuero, “[...] fluye de la misma naturaleza del negocio fiduciario, y de hecho constituye una de las primeras obligaciones que formulamos a cargo del fiduciario”¹¹¹, que es la de velar por los bienes entregados, es decir “ordenar, disponer, organizar, en especial la hacienda o los bienes”¹¹² como la propia administración implica, según lo que el constituyente haya dispuesto en sus instrucciones.

Por la naturaleza misma de esta modalidad, que no implica sino el cuidado de los bienes entregados, no existirá la necesidad de obtener los “recursos financieros necesarios para el desarrollo de la actividad empresarial”¹¹³, como es el propósito de la emisión de obligaciones, pues no habría tal actividad que justifique el financiamiento.

Adicionalmente, esta misma falta de actividad empresarial, implica que los bienes no están produciendo ningún tipo de fruto, lo que tendría como consecuencia la imposibilidad de generar un flujo permanente destinado a cubrir los rendimientos periódicos característicos de la emisión de obligaciones, no siendo posible entonces, el cumplimiento de este requisito, contenido dentro de la calificación de riesgo, como veremos más adelante.

¹¹⁰ Artículo 17, Sección II, Capítulo I, Título V, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

¹¹¹ Rodríguez Azuero, *Negocios Fiduciarios: Su Significación En América Latina*. *Óp. cit.*, p. 383.

¹¹² *Ibíd.*

¹¹³ León Sanz, Francisco. "Las Obligaciones En La LSC." *Doctrina Corporativa*. Perez-Llorca. http://catedraperezllorca.ie.edu/sites/default/files/Las%20obligaciones%20en%20la%20LSC_4.pdf (acceso 12/03/2015)

3.3.3. Del Fideicomiso de Inversiones

Por su parte, el fideicomiso de inversiones, es aquel en el que el constituyente “busca [destinar los bienes] a ciertas actividades de las cuales pueda derivar rendimientos interesantes”¹¹⁴; como lo define la Codificación:

El contrato en virtud del cual los constituyentes o fideicomitentes adherentes entregan al patrimonio autónomo valores o dinero para que la fiduciaria los administre o los invierta según las instrucciones establecidas en el contrato, para beneficio propio o de terceros.¹¹⁵

De esta definición podemos ver que el objeto mismo de esta modalidad del fideicomiso, es el destinar recursos que ya existen, para que produzcan rendimientos. Este fideicomiso, y como nos dice Rodríguez Azuero, no es sino una modalidad del fideicomiso de administración¹¹⁶; donde la fiduciaria ya no se limita al mantenimiento de los bienes, sino que tendrá instrucciones claras de cómo destinarlo. Por simple lógica, que un fideicomiso de esta naturaleza emita obligaciones sería redundante, ya que se desprende del mismo que el constituyente tiene recursos para invertir, y por lo tanto no requiere de financiamiento. La emisión de obligaciones como vimos tiene por objeto el recaudar fondos del mercado, como consecuencia de una necesidad real que dichos fondos estarían destinados a cubrir; en el fideicomiso de inversión, no existiría tal necesidad, extinguiendo con ella la razón de ser de la emisión de obligaciones.

3.3.4. Del Fideicomiso Inmobiliario

Finalmente, el fideicomiso inmobiliario, es aquel:

[...] contrato en virtud del cual el constituyente o constituyentes transfieren uno o varios inmuebles y/o dinero necesario para la adquisición del terreno o para el desarrollo

¹¹⁴ Rodríguez Azuero, *Negocios Fiduciarios: Su Significación En América Latina. Óp. cit.*, p. 385.

¹¹⁵ Artículo 17, Sección II, Capítulo I, Título V, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

¹¹⁶ Rodríguez Azuero, *Contratos Bancarios, Su Significación En América Latina. Óp. cit.*, p. 885.

del proyecto inmobiliario, con la finalidad de que la fiduciaria administre dichos bienes y realice gestiones administrativas ligadas o conexas para el desarrollo y ejecución del proyecto inmobiliario, de acuerdo con las instrucciones señaladas en el contrato [...]¹¹⁷

Dos aspectos hay que mencionar respecto de esta modalidad de fideicomiso, primero, como se desprende de la definición, el fideicomiso inmobiliario implica el desarrollo y ejecución del proyecto, entendiéndose que este pasará a manejar todos los aspectos de la obra, donde lógicamente estará incluido el levantamiento de recursos a ser invertidos para el cumplimiento del objeto, que como menciona la Ley, en el artículo 115 analizado, podrá ser “de instituciones del sistema financiero, mediante la emisión de valores establecidos en esta ley, y a través de otros mecanismos que regule la Junta”; Es en esta modalidad, como vemos, donde la necesidad de financiamiento será justificada, a diferencia de los otros tipos de fideicomiso que hemos analizado.

Segundo, este fideicomiso, dirigido a la construcción de un proyecto, por la naturaleza del negocio mismo, se distingue de las otras modalidades al existir una actividad económica. Nos referimos a actividad económica, en el sentido de que, no solo será el fideicomiso responsable de la construcción del proyecto, sino que además, al ser el titular de los bienes, los cuales vimos que efectivamente se transfieren al patrimonio autónomo, será este quien tenga que cumplir con la enajenación de los mismos, y recibir los pagos por tal concepto, un porcentaje de los cuales, por regla general, se realizan de forma anticipada.

Esta característica de los negocios inmobiliarios, será la que le permita al fideicomiso, cumplir con el flujo que requiere la emisión de obligaciones, para el pago de sus rendimientos; adicionalmente, y al igual que las otras modalidades de negocios fiduciarios, este contará con bienes propios para respaldar sus obligaciones, la situación de los cuales, analizaremos más adelante, pudiendo así cumplir, en primera instancia, con los requisitos más importantes de la emisión de obligaciones, todos los cuales analizaremos en detalle más adelante.

Cabe mencionar, sin embargo, que la ley no limita la emisión de obligaciones según las modalidades del fideicomiso, y que, hablando estrictamente de lo que permite la ley,

¹¹⁷ Artículo 17, Sección II, Capítulo I, Título V, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

todos los fideicomisos podrían hacer uso de este método de financiamiento. A pesar de esto, el análisis presentado a continuación ha sido realizado bajo la consideración de que por la naturaleza del mismo, será el fideicomiso inmobiliario el más idóneo para cumplir con las demandas y requisitos provenientes de emitir valores.

3.4.DE LOS FIDEICOMISOS PÚBLICOS

En una categoría diferente, no por la naturaleza del negocio, sino por quien participa en él, tenemos el fideicomiso público. Acosta Romero, en la obra de Kiper define el fideicomiso público como:

[...] el contrato por medio del cual la administración, por intermedio de alguna de sus dependencias facultadas y en su carácter de fideicomitente, transfiere bienes del dominio público o privado del estado, o afecta fondos públicos, a un fiduciario, para realizar un fin lícito, de interés público.¹¹⁸

De esta definición se desprenden varias consideraciones; por un lado, ¿Quiénes están facultados para realizar un fideicomiso público? Como se desprende de la Ley de Mercado de Valores, en su artículo 115, podrán ser constituyentes las personas naturales o jurídicas, privadas o públicas; agregando el Código Orgánico de Finanzas Publicas en su disposición general décimo primera, que para el efecto será necesario la autorización del rector de finanzas públicas. De las disposiciones antes mencionadas, podemos concluir, en primera instancia, que previa autorización correspondiente, todos los entes públicos podrían constituir fideicomisos. Cabe agregar que la Ley de Mercado de Valores, prevé de la misma forma la emisión de obligaciones, que podrá ser realizada por las personas jurídicas de derecho público o privado, sin establecer otros limitantes.

Como segunda consideración tenemos la referencia que hace Acosta Romero respecto de los bienes del estado, diciendo que se podrán aportar al fideicomiso los bienes de dominio público o privado del estado. Para este análisis hay que tener en cuenta que en nuestra hipótesis, los bienes fideicomitados constan como una garantía de la emisión a realizar en los términos del artículo 162 de la Ley de Mercado de valores, la cual, como fue

¹¹⁸ Kiper, *Tratado De Fideicomiso. Óp. cit.*, p. 536.

mencionado, establece que toda emisión deberá estar amparada por una garantía general, la cual se entiende por la totalidad de los activos no gravados del emisor, los mismos que de existir incumplimiento, en principio, deberían ser utilizados para cubrir los pagos. De aquí cabe considerar si pueden los bienes públicos ser gravados en calidad de garantía por un lado, y enajenados por medio del fideicomiso de ser necesario para pagar a los inversionistas.

Tenemos entonces la distinción de los bienes públicos y privados del estado; los bienes de dominio público del estado como nos dice Gordillo son:

[...] los mares adyacentes, bahías, ensenadas, puertos, ancladeros, ríos y sus cauces y todas las aguas que corren por cauces naturales, playas del mar y de los ríos navegables, lagos e islas [...], las calles, plazas, caminos, canales, puentes y cualesquiera otras obras públicas, construidas para la utilidad o comodidad común (art. 2340, inc. 7); o sea, todos los bienes del Estado afectados a un uso público directo o indirecto.¹¹⁹

Los cuales como menciona Kiper son inalienables e imprescriptibles¹²⁰. Al ser inalienables, los bienes del dominio público del estado son inembargables, inhipotecables, inejecutables jurídicamente, así como les son inadmisibles la acción reivindicatoria y el usufructo¹²¹; y, al ser calificados de imprescriptibles, se entenderá que no les aplica la figura de prescripción adquisitiva de dominio.

Por su parte, los bienes de dominio privado del estado, “[...] se encuentran en igual situación que los bienes de particulares, salvo excepciones.”¹²²; que son según el mismo Gordillo, y como consagra la ley Mexicana:

[...]. 1) Todas las tierras que estando situadas dentro de los límites territoriales del estado carecen de otro dueño, 2) las minas de oro, plata, cobre, piedras preciosas y sustancias fósiles,[...] 3) los bienes vacantes o mostrencos, y los de las personas que mueran sin tener herederos [...] 4) los muros, plazas de guerras, puentes, ferrocarriles y toda construcción hecha por el Estado [...], y todos los bienes adquiridos por el Estado [...] a cualquier título; 5) las embarcaciones que diesen en las costas de los mares o ríos de la

¹¹⁹ Gordillo, Agustín A. *Derecho Administrativo De La Economía*. Córdoba: Ediciones Macchi. 1967. P. 354.

¹²⁰ Kiper, *Tratado De Fideicomiso*. *Óp. cit.*, p. 545.

¹²¹ Gordillo, *Derecho Administrativo De La Economía*. *Óp. cit.*, p. 361.

¹²² Kiper, *Tratado De Fideicomiso*. *Óp. cit.*, p. 545.

república, sus fragmentos y los objetos de su cargamento, siendo de enemigos o corsarios.¹²³

Esta distinción se encuentra consagrada, en menor detalle, en la legislación ecuatoriana dentro del código civil, el cual establece:

Se llaman bienes nacionales aquellos cuyo dominio pertenece a la Nación toda.

Si además su uso pertenece a todos los habitantes de la Nación, como el de calles, plazas, puentes y caminos, el mar adyacente y sus playas, se llaman bienes nacionales de uso público o bienes públicos. Así mismo, los nevados perpetuos y las zonas de territorio situadas a más de 4.500 metros de altura sobre el nivel del mar.

Los bienes nacionales cuyo uso no pertenece generalmente a los habitantes se llaman bienes del Estado o bienes fiscales.¹²⁴

Haciendo la jurisprudencia una explicación más específica, publicada en la Gaceta Judicial Año CVII. Serie XVIII, No. 2. Página 684 del 19 de septiembre de 2006, la cual señala:

El dominio público, definido por la doctrina y la jurisprudencia antes que por la ley, es el conjunto de bienes de propiedad del Estado, afectados por ley al uso directo o indirecto de sus habitantes y se halla sometido a un régimen jurídico especial del derecho público, cuyas características son la inalienabilidad y la imprescriptibilidad; entre dichos bienes se encuentran, por ejemplo, el dominio minero, el espectro radioeléctrico, las aguas continentales, etc.

A su vez, la afectación es el hecho o la declaración de la voluntad de los órganos del Estado en cuya virtud un bien queda incorporado al uso directo o indirecto de la colectividad [...]

De todo lo anterior entonces podemos concluir que los bienes del estado se encuentran separados por aquellos cuyo uso le pertenece al público en general, y aquellos que la administración pública utiliza y dispone para el servicio público, sea directo o indirecto de sus habitantes, en la misma calidad que los bienes privados. Aun así, la enajenación de los bienes públicos requiere de un proceso, dentro del derecho administrativo, el cual se encuentra consagrado tanto en la Ley Orgánica de Contraloría General del Estado, como en el Reglamento General Sustitutivo del Bienes del Sector Publico, el cual estará dirigido a la consecución de los fines propios del Estado, o en su defecto cuando los bienes hayan cumplido su vida útil.¹²⁵

¹²³ Gordillo, *Derecho Administrativo De La Economía. Óp. cit.*, p. 354.

¹²⁴ Artículo 604, Código Civil.

¹²⁵ Artículo 13 y siguientes, Reglamento General Sustitutivo del Bienes del Sector Público.

Dichas leyes no prevén la utilización de los bienes del estado como garantía, ya que al ser utilizados en calidad de tales, omitirían el debido proceso de enajenación; Aun así, como dijimos, el Estado está facultado para la emisión de obligaciones de forma directa, para lo cual la Ley de Mercado de Valores, en su artículo 41 ha establecido:

La Junta de Regulación del Mercado de Valores dictará el reglamento especial, que contendrá las normas, procedimientos y requisitos, que las entidades del sector público no financiero deberán cumplir, para acogerse a los procesos previstos en esta Ley. No tendrán más limitaciones que las que de modo expreso determinen las leyes especiales que las rijan.

Reglamento el cual no ha sido emitido; sin embargo, la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de valores prevé, para la emisión de valores del sector público lo siguiente:

Además de la garantía general que ampara la emisión de obligaciones por parte de los organismos del régimen seccional, se podrá asegurar el pago de los valores emitidos con las rentas del emisor, a través de la actuación del Banco Central del Ecuador, de conformidad con la Ley.

En el caso de existir colaterales del Ministerio de Economía y Finanzas y/o Banco Central del Ecuador, se determinará el procedimiento a seguir.¹²⁶

Artículo el cual hace referencia exclusivamente a los organismos seccionales, entendiéndose que el respaldo del Banco Central está siendo considerado una garantía específica, en concordancia con el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores, el cual, como se vio en capítulos anteriores, establece que las garantías específicas podrán ser reales o personales, como lo sería una fianza por parte del Banco Central.

Para las empresas públicas y otros organismos del sector público, sería necesario una alternativa, puesto que estos no pertenecen a los gobiernos seccionales a los que hace referencia la norma antes citada; entonces, podría ser una opción viable, que de ser necesaria una garantía específica, entendiéndose que la garantía general está respaldada en los bienes libres de gravámenes analizados, que se pueda utilizar una garantía soberana, la cual está contemplada en la legislación ecuatoriana para las inversiones de financiamiento

¹²⁶ Artículo 5, Sección III, Capítulo VII, Subtítulo I, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

de las entidades públicas, e incluso en la Ley de Mercado de Valores la cual al referirse a las titularizaciones del sector público, establece:

En caso que el Originador forme parte del sector público o sea una empresa pública, en subsidio de constituir los mecanismos de garantía establecidos en esta ley, podrá beneficiarse del otorgamiento de garantías soberanas concedidas por el Estado, de conformidad con lo previsto en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas y en la Ley Orgánica de Empresas Públicas, respectivamente.¹²⁷

El Código Orgánico de Finanzas Publicas por su parte sostiene, en el artículo 146:

El Estado Central a nombre de la República del Ecuador podrá otorgar garantía soberana a favor de entidades y organismos del sector público, que contraigan deuda pública para el financiamiento de proyectos y programas de inversión en infraestructura, o para proyectos, programas de inversión que generen la rentabilidad necesaria para el servicio de la deuda. La garantía del Estado, únicamente podrá autorizarse, cuando la entidad u organismo del sector público, inclusive las empresas del Estado, sus subsidiarias o filiales, evidencien que cuentan con capacidad de pago de la deuda respectiva.¹²⁸

Agregando la Ley Orgánica de Empresas Públicas en su artículo 34 lo siguiente:

Garantías Soberanas: Las empresas públicas, sus subsidiarias y filiales que tengan capacidad financiera de pago podrán beneficiarse del otorgamiento de garantías soberanas concedidas por el Estado para el financiamiento de proyectos de inversión. Para el otorgamiento de la garantía por parte del Estado se debe contar con la aprobación del Directorio de la Empresa, el estudio de la capacidad de pago elaborado por el Ministerio de Finanzas y se deberá seguir el procedimiento establecido en las leyes y normativa que regulan el endeudamiento público.¹²⁹

Sin embargo, a pesar de existir una posible vía para la consecución de nuestra propuesta, vemos que los entes públicos en calidad de constituyentes de fideicomisos están limitados por la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, a las siguientes categorías:

Objeto de los negocios fiduciarios de instituciones del sector público.- Los contratos de fideicomiso mercantil y de encargo fiduciario en que participen como constituyentes los organismos y entidades públicas, solo podrán celebrarse para cualquiera de los siguientes objetos:

¹²⁷ Artículo Inumerado después del artículo 159, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

¹²⁸ Artículo 146, Código Orgánico de Finanzas Publicas

¹²⁹ Artículo 34, Ley Orgánica de Empresas Públicas

1. Administración de recursos destinados al pago de obligaciones derivadas de contratos estatales ya celebrados por la entidad pública constituyente.

2. Administración o enajenación de activos de propiedad de la entidad pública constituyente, de conformidad con las normas legales aplicables para el efecto.

3. Titularización de activos de propiedad de la entidad pública constituyente, a través del fideicomiso mercantil o fondo colectivo, siempre y cuando se trate de activos cuyo dominio pueda ser transferido, de conformidad con la Ley, por la entidad pública originadora y que generen o sean susceptibles de generar flujos de caja.

Los negocios fiduciarios no podrán servir de instrumento para realizar actos o contratos que, de acuerdo con las disposiciones legales, no pueda celebrar directamente la entidad pública o mixta como constituyente o en la adhesión a un negocio fiduciario ya constituido.¹³⁰

Refiriéndose al fideicomiso como un medio para que la entidad cumpla sus fines, y siempre que las normas antes mencionada permitan la enajenación de los bienes como dijimos, mas no, tomando al fideicomiso, como es nuestra hipótesis, como un ente autónomo con necesidad de autofinanciamiento, que de ser necesario utilizará el patrimonio autónomo como garantía.

Finalmente, hay que tener en cuenta que nuestra hipótesis consideró al fideicomiso inmobiliario como el más apto para poder cumplir con una posible emisión de obligaciones, a pesar de no existir esta limitación en la ley, ya que contaría con un flujo de ingresos de ventas para los pagos. Esta misma figura, sin embargo, no puede ser pensada en el contexto del sector público, ya que por regla general, los proyectos desarrollados por el estado no están dirigidos a la comercialización, sino que son una inversión dirigida público, la cual no se recupera como en el caso del sector privado.

Incluso en el caso de que el estado quisiera realizar un proyecto inmobiliario destinado para la venta, y contando con las precisiones que hemos realizado respecto de las garantías, el sector público cuenta con un listado taxativo de los fideicomisos que puede realizar, en el cual, como se estableció durante el análisis, menciona además el objeto de dichos fideicomisos, eliminando la posibilidad, por medio de norma expresa, de que el sector público pueda aprovechar esta forma de financiamiento para proyectos inmobiliarios. Cabe considerar además, que un estado, por pequeño que este sea, cuenta con fuentes alternas de financiamiento, y una recaudación permanente de fondos, y que

¹³⁰ Artículo 13, Sección III, Capítulo II, Título VII, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

además de no justificar la necesidad de dicho financiamiento, tiene otras protecciones para sus bienes, y mecanismos para su manejo, dejando la figura del fideicomiso inmobiliario principalmente para los entes privados, como históricamente ha sido concebida.

El análisis que se realizará a continuación, entonces, de los requisitos a cumplir para la emisión de obligaciones, estará dirigido, como veremos, exclusivamente a los fideicomisos de carácter privado, dejando de lado las particularidades que mantienen tanto los entes, como los bienes de carácter público.

3.5.DEL CONTRATO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES

La emisión de obligaciones, se implementa por medio de un contrato de emisión el cual cuenta con una serie de requerimientos que necesariamente deberán constar en la escritura pública; utilizaremos los más relevantes para estructurar las partes de este análisis a continuación.

3.5.1. De las partes

Al contrato de emisión, como manda la ley, deberán comparecer el emisor, y el representante de los obligacionistas. Será el órgano máximo del ente el que decidirá sobre la emisión de obligaciones, y quien ejerza su representación legal, quien suscribirá la escritura pública.

En el caso del fideicomiso, es la fiduciaria quien ejerce la personería jurídica y la representación legal del fideicomiso mercantil¹³¹, al ser la fiduciaria una persona jurídica, esta representación se ver manifestada en la persona quien detente la representación legal de la misma según la estructura establecida¹³², o su delegado¹³³. Al igual que para todos los demás actos jurídicos que tiene potestad de realizar el fideicomiso, será este quien comparecerá a la suscripción de la escritura pública de emisión de obligaciones. Bajo esta

¹³¹ Artículo 119, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

¹³² Artículo 251, Ley de Compañías.

¹³³ Artículo 260, Ley de Compañías.

misma potestad, la fiduciaria celebrará el convenio de representación por medio del cual se designa al representante de los obligacionistas.

Por otro lado, el artículo 164 de la Ley establece que, “la junta general de accionistas o de socios, según el caso, resolverá sobre la emisión de obligaciones”; Evidentemente, el fideicomiso no cuenta con una junta general de accionistas o socios, sin embargo, el artículo 120 de la ley le concede a éste la posibilidad de contar con “juntas de beneficiarios, de constituyentes, o de otros cuerpos colegiados” necesarios para el cumplimiento de su finalidad. Sería, por lo tanto aplicable la creación de un cuerpo colegiado perteneciente al fideicomiso, el cual haga las veces de los accionistas o socios, para la toma de decisiones sobre los temas que la ley prevea, como son aquellos que deberán estar determinados en el contrato, entendiendo los términos, condiciones, montos, plazos y etc.

3.5.2. De la calificación de riesgo

Como se evidenció en el capítulo anterior, uno de los requisitos de la emisión de obligaciones es la Calificación de Riesgos. Cuando una compañía realiza una emisión de valores, la calificación analiza la capacidad que tiene esta, como emisor, de cumplir con sus obligaciones y la mayor o menor posibilidad de incumplimiento; bajo la figura de la titularización, es el fideicomiso, quien es objeto del análisis realizado por la calificadora, entendiendo entonces que este es susceptible de una calificación. Sin embargo, los criterios para la calificación de uno y de otros son distintos.

Teniendo en cuenta que según el análisis realizado, será el fideicomiso inmobiliario quien tendrá la factibilidad de emitir obligaciones, este deberá poder cumplir, primero, con el artículo 18, sección IV, Capítulo 3, Título II de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, el cual en su numeral 1, se refiere a los valores de deuda, estableciendo como requisitos:

1.1 El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.

Este punto está centrado en la capacidad económica del fideicomiso de cumplir con sus pagos a lo largo de la emisión, de la misma forma que lo haría de tener deudas con el sistema financiero, y del cumplimiento de los términos y condiciones de la emisión, que al ser autoimpuestas, se entenderá serán definidas tomando en cuenta las capacidades y limitaciones del proyecto en sí, no presentando problemas de fondo en cuanto al fideicomiso como emisor. Corresponderá a la administradora de fondos, el correcto manejo de los recursos aportados que permita cubrir los respectivos pagos.

1.2 Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.

Al igual que el numeral anterior, este dependerá de la capacidad que tenga el fideicomiso para cumplir con sus obligaciones, y está dirigido a los recursos disponibles y capacidad de pago, que dependerá de la estructura y correcto desarrollo del proyecto, previsión que se encuentra considerada además dentro del propio fideicomiso, correspondiéndole a la fiduciaria la verificación del completo financiamiento del proyecto inmobiliario, dentro de los mecanismos de control interno¹³⁴.

1.3 La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor o del garante, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.

Este análisis se realizaría bajo los mismos parámetros que en el caso de una compañía, teniendo en cuenta que el emisor es el fideicomiso.

1.4 La capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.

El fideicomiso por regla general es un patrimonio autónomo con uno o varios bienes separados de los demás bienes de el o los constituyentes, lo que significa que en un principio éste no goza de una actividad económica que produzca un flujo permanente de ingresos para ir cubriendo las obligaciones, sin embargo, bajo el supuesto establecido, de que la emisión de obligaciones provenga del fideicomiso inmobiliario, existirán entonces los valores a recibir por concepto de ventas anticipadas de los inmuebles por construirse,

¹³⁴ Artículo 30, Sección III, Capítulo I, Subtítulo III, Título II, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

los cuales crearían un flujo asimilable a aquellos de las empresas. Debería ser considerado entonces dentro de la calificación de riesgos la determinación de la capacidad de los bienes fideicomitidos para generar flujos futuros.

1.5 Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.

Esta consideración no es aplicable al fideicomiso, cuyo único administrador es la fiduciaria, sin embargo, no sería ilógico que sea ésta considerada dentro del análisis de calificación de riesgo, así como lo es dentro del proceso de titularización, en el cual la codificación establece que se tomara en cuenta “la estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.”¹³⁵

De la misma forma, no solo cabría la posibilidad, sino que sería necesario que los distintos profesionales intervinientes en el proceso de desarrollo y construcción del proyecto, sean objeto también de un análisis respecto de los mismos aspectos que mencionamos, capacidad técnica, experiencia, proyectos anteriores y demás, pues recaerá sobre ellos directamente, más que sobre la administradora, que la obra cumpla con los cronogramas, presupuestos, y la calidad en general del producto, posibilitando de esta forma el correcto desarrollo del proyecto, que tendrá un impacto directo en los flujos, y por lo tanto en la capacidad de cumplir con las obligaciones emitidas.

1.6 Conformación accionaria y presencia bursátil.

Al no contar con acciones este requisito no podrá ser analizado dentro del fideicomiso.

1.7 Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables”, y;

“1.8 Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

¹³⁵ Artículo 18, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores

Los análisis que se desprendan de los numerales anteriores, se realizarán en base a los bienes aportados en base a los cuales se desarrollará el proyecto inmobiliario como tal, a pesar que la naturaleza del fideicomiso como emisor no tendrá en ellos ninguna injerencia.

1.9 Consideraciones de riesgos cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Este numeral difícilmente podrá ser aplicable, ya que el fideicomiso por su naturaleza de patrimonio autónomo y no será susceptible de mantener empresas vinculadas.

De la misma forma, el artículo 19 sección IV, Capítulo 3, Título II de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores establece que respecto del emisor se analizarán tanto el entorno económico y riesgo sectorial, como la posición del emisor, y del garante en caso de haberlo, además de la estructura accionaria, administrativa y gerencial, a la cual ya nos referimos.

Al no tratarse de una compañía que efectivamente ocupe una posición dentro del mercado, estos índices no podrían ser analizados, sin embargo cabría la posibilidad de dirigir el análisis al proyecto en sí, y de éste dentro del mercado.

Por otro lado, y como prevé la propia codificación dentro del análisis de riesgo del fideicomiso de titularización, existen aspectos específicos a ser considerados con relación a la estructura del fideicomiso y bajo su modalidad de inmobiliario, supliendo de esta forma la ausencia de una compañía como tal, y los cuales necesariamente tendrían que ser considerados al momento de la calificación, como son:

Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo, en base a la documentación suministrada por el fiduciario, el originador y a los términos establecidos en el contrato.

Mecanismos de medición de la factibilidad del proyecto inmobiliario, su calidad técnica, las expectativas del mercado para asimilar el proyecto, y demás índices de medición financiera y económica.

Análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas.

Mecanismo de valoración y seguridad de los valores mixtos o de participación que incorporen derechos o alícuotas porcentuales de participación sobre el patrimonio constituido.

Garantías, así como los seguros contra riesgos a los que esté expuesto el inmueble y los factores de valoración del mismo.

Avalúos efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo¹³⁶.

Finalmente, se consultó a una calificadora de riesgos, la pertinencia de los parámetros antes expresados en base a su experiencia, y se confirmó que desde el punto de vista técnico, se revisarían efectivamente los aspectos antes mencionados, ya que la ley prevé que el fideicomiso sea sujeto de calificación, añadiendo que en su experiencia dicha calificación debería hacer énfasis en dos aspectos, por una parte, como está estructurado el negocio fiduciario, información contenida en el contrato constitutivo, y por otra parte, los administradores, que en el caso del negocio fiduciario implicarían, tanto la fiduciaria, como los constituyentes, quienes, como hemos visto, tienden a tener una fuerte participación en los fideicomisos, principalmente en los inmobiliarios¹³⁷, aspectos los cuales fueron considerados en párrafos anteriores.

Del análisis realizado se puede determinar que el fideicomiso puede, no solo ser objeto de un análisis de riesgo en calidad de emisor, sino que los requerimientos específicos concebidos bajo la premisa de que la emisión de obligaciones pueda ser realizada exclusivamente por compañías, pueden efectivamente ser cumplidos al ser aplicados al patrimonio autónomo, tomando en cuenta la estructura propia del fideicomiso, la estructura del proyecto, así como la legalidad y calidad de los aportes realizados, y los administradores y constituyentes, cumpliendo con el objeto mismo de la calificación que es “dar a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública.”¹³⁸

3.5.3. De los términos y Condiciones

¹³⁶ Artículo 20, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

¹³⁷ Redín, Ximena. Jefe de Análisis, Investigación y Desarrollo. Calificadora Pacific Credit Rating.

¹³⁸ Artículo 185, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

En cuanto a los términos y condiciones que tendrán las obligaciones a emitirse por el fideicomiso, estas no presentan mayores dificultades, ya que tanto el monto, como la unidad monetaria, rendimiento, sistemas de amortización, sorteos y rescates, además del lugar y forma de pago serán impuestos por el propio fideicomiso, específicamente por la junta quien es el órgano de toma de decisiones, sin embargo cabe hacer ciertas precisiones.

Del Plazo.- Por un lado, el plazo de la emisión de obligaciones necesariamente tendrá que estar supeditado al plazo de existencia del fideicomiso y viceversa. El fideicomiso no se podrá liquidar con obligaciones pendientes, lo que necesariamente significará que las obligaciones no podrán subsistir por encima del ente que las emite.

Del objeto.- Así mismo, el fideicomiso como figura, dentro de nuestro ordenamiento, busca la consecución de un fin específico, el cual como requisito del propio contrato deberá estar delimitado claramente, y las instrucciones dirigidas a su cumplimiento. El objeto de la emisión por lo tanto, deberá alinearse al objeto del fideicomiso, de no ser así, la emisión desnaturalizaría el contrato, ya que este estaría siendo utilizado como medio para que el constituyente persiga fines distintos de aquellos para los que fue creado el patrimonio autónomo.

De las obligaciones Convertibles.- El contrato de emisión también da derecho, a más del pago de rendimiento preestablecidos por el contrato, la posibilidad de que las obligaciones sean convertidas en acciones, esta facultad, concedida por la ley no es aplicable para el fideicomiso en cuanto este no está compuesto por acciones.

De las Obligaciones Sindicadas.- Vimos en el Capítulo Dos que las obligaciones sindicadas son aquellas en las que existe más de un emisor en el mismo proceso; sobre este tipo de emisión hay que precisar, primero que el fideicomiso al que nos referimos es un contrato privado, y en tal calidad se rige bajo la autonomía de la voluntad, o sea el “principio de derecho privado que permite a los particulares ejecutar los actos jurídicos que deseen”¹³⁹, dentro de los límites de la ley, y el cual embarca la libertad de contratación que

¹³⁹ León Hurtado, Avelino. *La Voluntad Y La Capacidad En Los Actos Jurídicos*. Santiago De Chile: Editorial Jurídica De Chile, 1991, p. 44.

se refiere específicamente a los contratos bilaterales¹⁴⁰, resultando en que el fideicomiso, al no haber ningún tipo de prohibición, pueda participar dentro de una emisión sindicada, según la voluntad de su constituyente. Además, esta modalidad de emisión contiene la particularidad de requerir tanto garantía general como específica, estas segundas las cuales ineludiblemente tendrán que ser solidarias; en principio, los bienes del fideicomiso solo podrán respaldar obligaciones del mismo, pero nos dice la Ley, que podrán hacerlo, de constar pacto al respecto en el contrato.¹⁴¹

3.5.4. De las Garantías

3.5.4.1. De la Garantía General

La ley de mercado de valores define la garantía general como la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica. Esta garantía hace referencia al patrimonio del emisor, que de ser necesario podrá ser liquidado para cubrir la emisión de obligaciones, y que además sirve de base para definir monto máximo de emisión, el cual será el 80% de los activos libres referidos, calculado, como consta de la Codificación, de la siguiente manera:

Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el registro especial para valores no inscritos - REVNI; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.¹⁴²

¹⁴⁰ *Ibíd.*

¹⁴¹ Artículo 121, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

¹⁴² Artículo 13, Capítulo III, Sección III, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Añadiendo la misma norma que “La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación.” De lo que podemos entender, que no se trata de bienes específicos atados a la garantía, sino al porcentaje de activos mencionado.

Como consta de los artículos 112 y 113 de la Ley, para crear el patrimonio autónomo se deberán cumplir con todas las formalidades de ley, y se debe hacer constar los bienes transferidos a nombre del fideicomiso, así de tratarse de acciones, figurará el fideicomiso como accionista, y de ser bienes inmuebles, como propietario debidamente inscrito. De esta forma, el fideicomiso cuenta con bienes propios, para el cumplimiento de sus fines.

Estos mismos bienes, además, deberán ser libres de gravámenes en el caso del fideicomiso inmobiliario al cual nos estamos refiriendo, como consta de la codificación la cual establece que la fiduciaria deberá verificar que “sobre el inmueble no pese orden judicial o administrativa de prohibición de enajenar, gravamen o limitación al dominio; en este último caso, se excluyen las servidumbres legales”, dándole a este la opción de respaldar una emisión con ellos sin problemas. Adicionalmente, la calidad de irrevocable del patrimonio autónomo, y la obligatoriedad de la ausencia de pasivos al momento de la liquidación del mismo, aportaran mayor seguridad a los bienes en él contenidos, y en consecuencia implicarían una mayor seguridad respecto de lo que es la garantía general.

De lo antes expuesto, se puede determinar, que no exististe impedimento alguno, al momento de que el fideicomiso inmobiliario utilice sus bienes para dar cumplimiento al requisito de la garantía general en la emisión de obligaciones.

3.5.4.2. De las Garantías Específicas

La Ley define las garantías específicas como aquella de carácter real o personal, que garantiza obligaciones para asegurar el pago del capital, de los intereses o de ambos.

Son garantías personales aquellas interpuestas directamente por una persona natural o jurídica, como son el aval y la fianza, y reales aquellas que recaen directamente sobre

bienes, como la prenda e hipoteca, entre las demás específicamente aceptadas por la Ley como son “valores u obligaciones ejecutivas de terceros distintos del emisor o en flujo de fondos predeterminado o específico”¹⁴³.

En cuanto a las garantías personales, interpuesta por un tercero a nombre del fideicomiso, la posibilidad y validez de las mismas no dependerán del patrimonio autónomo en su calidad de tal, sino de quien aparezca como garante, que en ningún momento atentaría contra la integridad del patrimonio, y por tal no existe impedimento alguno. Cabría dentro de este punto, la posibilidad, que de existir garantías personales, estas sean realizadas por el propio constituyente del fideicomiso, ya que este es quien mantiene de forma más directa interés en el éxito o fracaso del proyecto, y quien inicialmente aportó recursos para el mismo, dándole mayor seguridad a la emisión.

Por otra parte, para las garantía reales, que recaerán sobre los bienes, la Ley establece que “los bienes transferidos al patrimonio autónomo respaldan todas las obligaciones contraídas por el fideicomiso mercantil para el cumplimiento de las finalidades establecidas por el constituyente y podrán, en consecuencia, ser embargados y objeto de medidas precautelarias o preventivas por parte de los acreedores del fideicomiso mercantil.” A simple vista, el fideicomiso podría gravar sus bienes y cumplir con el requisito; el problema que se presenta con esta premisa, es que, como dijimos, los bienes del fideicomiso ya estarían comprometidos dentro de la garantía general, lo que significa que utilizarlos para la garantía específica implicaría la disminución de la relación porcentual del 80%, antes expuesta, que como dijimos el fideicomiso estaría en obligación de mantener.

Cabrían aquí dos posibilidades, por un lado, se disminuye significativamente el monto que el fideicomiso estaría autorizado a emitir, para darle mayor seguridad al proceso por medio de la adición de la garantía específica real, o se limita el fideicomiso a la interposición de garantías específicas personales, las cuales muy probablemente puedan ser cumplidas por el constituyente, ya que como dijimos, al ser este el dueño del proyecto y quien proporcionó los aportes iniciales, tendrá el mayor interés en éxito.

¹⁴³ Artículo 162, Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores.

3.5.5. De los resguardos

La Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores requiere, como vimos en el capítulo anterior, que “mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y/o privado [mantengan] resguardos a la emisión.” Estos resguardos consisten en medidas preventivas, de última instancia, que respaldaran las obligaciones, para brindar un mayor grado de seguridad a los tenedores de obligaciones. Para dar cumplimiento a este requisito es necesario que el máximo órgano de administración se obligue a cumplir con una serie de requerimientos; en el caso del fideicomiso es la fiduciaria quien suscribirá la obligación, dentro del ejercicio de sus funciones.

Los resguardos que el patrimonio autónomo deberá comprometerse a mantener son:

[...] al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: a) 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, b) 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 efectivo¹⁴⁴

Como se estableció en el capítulo anterior, el fideicomiso no es la mera tenencia de un grupo de bienes, sino que adaptado en nuestra legislación para que este pueda, por medio de la fiduciaria, administrar, negociar, e invertir los recursos en él aportados, realizando ventas, adquiriendo deudas y etc. Esta facultad de utilizar los bienes, tiene como consecuencia necesaria que el fideicomiso cuente con una contabilidad que cumpla con todos los requisitos que tendría el de cualquier otro ente, como las compañías, la cual es obligación de la fiduciaria, y consta dentro de los informes que esta debe presentar.

Por esta razón, el fideicomiso podrá dar cumplimiento a los requerimientos exigidos como resguardos, ya que cuenta con la estructura y la información necesaria para realizar los cálculos antes establecidos. Que el proyecto pueda mantener los niveles

¹⁴⁴ Artículo 11, Capítulo III, Sección III, Título III, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

económicos exigidos dependerá del manejo mismo del proyecto, como lo haría de ser el emisor una compañía, no siendo este requisito afectado por la naturaleza del negocio fiduciario.

Como segundo requisito, la Codificación indica que el emisor se obliga a “no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora”, en el caso del fideicomiso, entregar beneficios a sus respectivos beneficiarios, este requisito no solo es factible de cumplir, sino que se encuentra doblemente asegurado por la condición del fideicomiso de irrevocable, que tiene como consecuencia que los bienes del fideicomiso puedan únicamente ser retirados del mismo como restitución, de no funcionar el negocio y en la misma calidad en que fueron aportados, y como beneficios, que no podrán ser anticipados sobre proyecciones, sino que deberá ser sobre ganancias reales¹⁴⁵, las cuales por la naturaleza del proyecto inmobiliario, no podrán ser discernibles hasta la liquidación final del mismo.

Este mismo presupuesto presenta otra interrogante a analizar, ¿Bajo qué figura saldrían del fideicomiso los pagos a cancelar por razón de las obligaciones, a los obligacionistas? Dijimos que la restitución aplica en caso de que los aportes hechos al fideicomiso regresen a los aportantes en la misma calidad en la que ingresaron, y los beneficios por su parte como el resultado del negocio fiduciario, no pudiendo los mismos ser anticipados; lo que significaría que la figura de la restitución en definitiva no aplicaría para cancelar la deuda con los obligacionistas, y en calidad de beneficios estos deberían ser entregados cuando existan utilidades reales, de ser los obligacionistas considerados beneficiarios, no garantizando la posibilidad de hacerlo desde el momento en que empieza a correr la obligación de pagar.

Ahora, como dijimos, el fideicomiso, y el proyecto inmobiliario en sí, llevan contabilidad como cualquier otro ente, lo que significa que, bajo la misma posibilidad por la cual, como autoriza el artículo 115 de la Ley de Mercado, el fideicomiso puede adquirir una deuda con el sistema financiero y por ende realizar todas las acciones necesarias para cumplir con dicha obligación, como sería la de pagar mes a mes, como parte del flujo del

¹⁴⁵ Artículo 31, Sección III, Subtítulo III, Título II, Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

propio proyecto, para las obligaciones aplicaría la misma figura, en la cual el valor debido a los obligacionistas consta como una deuda por pagar del negocio fiduciario, el cual bajo todas las consideraciones de la ley que hemos analizado, este se encuentra facultado a cancelar. Como último resguardo la codificación expresa que el emisor deberá “mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13 de este capítulo”, aspecto ya fue analizado, dentro de la garantía general.

3.6.DE LAS OBLIGACIONES A CORTO PLAZO

Las obligaciones a corto plazo, también llamadas papel comercial, por implicar menos riesgos para el inversionista, tiene requerimientos menos estrictos que el de las emisiones mayores a 365 días, como se observó en el capítulo anterior, sin embargo cuentan con un requisito específico como es el de la inscripción en el catastro público de valores, refiriéndose a las compañías, específicamente el artículo 174 del Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores, el cual establece “Las compañías emisoras inscritas en el Catastro Público del Mercado de Valores podrán emitir obligaciones de corto plazo con garantía general, también denominado papel comercial.”

Este artículo, al referirse exclusivamente a compañías, se contradice con el artículo 160 del mismo cuerpo legal, el cual menciona personas jurídicas, entendiendo que la figura no se limita solo a compañías. Este requisito es sin embargo superable, ya que no solo son los fideicomisos susceptibles de inscripción, sino que los fideicomisos inmobiliarios se encuentran bajo la obligación de ser inscritos en el Catastro Publico del Mercado de Valores.

Por los demás requerimientos para la emisión a corto plazo, esta coincide con las obligaciones mayores a 365 días, en términos de garantías, y la calificación de riesgo, y difiere en cuanto al prospecto, el cual deberá ser una circular, y en cuanto a que estas no se emiten por medio de escritura pública, sino que será suficiente una declaración juramentada dentro de la propia circular, la que la fiduciaria podrá suscribir dentro de sus atribuciones. Cabe considerar, que dentro de la hipótesis planteada, en la cual el

fideicomiso inmobiliario sería el más idóneo para la emisión de obligaciones, la emisión de papel comercial muy probablemente sería la opción más atractiva.

Por un lado, el papel comercial como dijimos, presenta requisitos menores que la emisión de obligaciones, tanto en cuanto al proceso de la emisión refiriéndonos al prospecto, como respecto de las garantías, las cuales, por significar menos riesgo, son menos estrictas que las de la emisión de obligaciones. Para un proyecto inmobiliario, que por su naturaleza misma, no requiere de financiamiento a largo plazo, como podría ser cuando se trata de una compañía, que realiza proyecciones a futuro para la perpetuación de la empresa, este requiere de financiamiento para un fin específico a cumplir en un plazo determinado de tiempo, volviendo la calidad del papel comercial de ser financiamiento inmediato, a corto plazo, y como se observó anteriormente, ofrecido bajo las condiciones que el emisor está en posibilidades de cumplir, a diferencia de los requisitos solicitados por las instituciones financieras, esta es en definitiva una mejor opción, ahora a disposición de los negocios fiduciarios.

CONCLUSIONES

La premisa de esta investigación ha sido determinar si el fideicomiso mercantil, bajo la concepción de la ley ecuatoriana, tiene la facultad de emitir obligaciones como un método de financiamiento. No basta con revisar la Ley de Mercado de Valores, contenida en el Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, la cual de forma definitiva, desde las reformas del año 2014, le concede al fideicomiso la facultad de acudir al mercado para cubrir su necesidad de fondos, sino que un análisis más profundo fue necesario para determinar, como lo hemos hecho, si la contraposición de los requisitos propios de la emisión de obligaciones, pueden ser cumplidos, en los hechos, por el fideicomiso, que no es, como declara la ley, una sociedad ni podrá ser considerado como una

Los requisitos de la emisión de obligaciones, están dirigidos a proteger al inversionista, y requieren para el cumplimiento de este fin tanto información, como respaldos para los montos de deuda. El ente de control, quien es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, para poder aprobar la emisión tendrá que asegurarse, por todos los medios que le concede la ley, de que quien emita las obligaciones, no solo tendrá la capacidad de cubrir la deuda emitida, sino que este cuenta con el patrimonio suficiente, susceptible de liquidación, como una opción alternativa en caso de no contar con los flujos necesarios.

De esta forma, se analizó en primera instancia, cuál de las modalidades del fideicomiso mercantil, por su naturaleza, por un lado, requeriría de financiamiento, y por otro lado podría cumplir con los requisitos, concluyendo que la más óptima sería el fideicomiso inmobiliario, descartando por razones de índole práctica los de simple administración, los de inversión, los de garantía, e incluso aquellos que le pertenecen al sector público, ya que por su naturaleza y por la norma secundaria vigente que de manera expresa no permite constituir fideicomisos inmobiliarios al sector público, no estaría en capacidad de cumplir con los requisitos por un lado, o en la posibilidad de justificar la necesidad de financiamiento por otro.

El patrimonio autónomo, ya sea porque este garantiza una deuda y por tal razón deben los bienes ser separados hasta su cumplimiento, o porque ha sido utilizado como una

seguridad al momento de realizar inversiones, que de obtener resultados desfavorables no perjudiquen al inversionista más allá de los bienes que fueron destinados para ese fin, ha sido siempre un método de protección de los bienes, el cual en un principio, por la función de separación y administración de los aportes no justificaría la necesidad de financiamiento.

Sin embargo, esta herramienta, que ha evolucionado con las necesidades de cada sociedad, ha sido adaptada para ser más que una forma de administración separada de bienes. De ahí que en nuestra legislación se permita realizar negocios y proyectos complejos por medio del fideicomiso mercantil, como lo son los proyectos inmobiliarios que han pasado a constituir una modalidad específica del fideicomiso. Al ser el fideicomiso, en este caso, el ente encargado de forma directa de la administración, contratación y desarrollo del proyecto en todas sus instancias, sería entonces no solo lógico, sino necesario, permitirle a este adquirir los recursos para cumplir con sus objetivos, como lo ha hecho la ley, tanto del sistema financiero, como del mercado de valores. Adicionalmente, este fideicomiso, que será el receptor de los fondos a recuperar del proyecto, se encontraría en condiciones para, tanto justificar la necesidad de financiamiento dentro del cumplimiento de sus fines, como para cubrir la deuda emitida dentro de la actividad directamente realizada.

Para la inscripción en el catastro público de valores, la diferencia en cuanto al registro de los valores emitidos es exclusivamente quien consta como emisor, ya que la ley actual ya requiere que los fideicomisos inmobiliarios se inscriban, y cumplan con el mantenimiento de esta inscripción por medio de la remisión constante de información, tanto económica como legal, que establecimos que el fideicomiso genera, llevada por su fiduciaria.

Al mismo tiempo, nuestra legislación le ha concedido al fideicomiso la calidad de persona jurídica, para facilitar el cumplimiento de sus objetivos. Al tener este, derechos y la capacidad de adquirir obligaciones, ya no es solo una maza de bienes a ser administrados, sino que es un ente capaz de realizar actos jurídicos. Es esta calidad la que le permite al fideicomiso cumplir con los requisitos necesarios para realizar una emisión de obligaciones.

Puede entonces el fideicomiso, por medio de su administrador fiduciario, comparecer y obligarse al contrato de emisión y los términos en él concebidos; contratar y pagar la respectiva remuneración al representante de los obligacionistas al contar con fondos de los cuales, dentro del cumplimiento de su objeto, puede disponer; suscribir los documentos necesarios para la constitución de garantías específicas de ser necesarias, y como se lo permite directamente la norma, gravar sus bienes para el cumplimiento de sus propias obligaciones.

Adicionalmente, vimos que el fideicomiso mercantil es susceptible de la calificación de riesgos, y al estar contemplado dentro de la administración del mismo que este cuente con contabilidad, será capaz de proporcionar toda la información económica necesaria para proyectar el cumplimiento de la emisión, y mantener los estándares financieros que la ley establece, tanto en la propia calificación, como en los resguardos analizados.

Finalmente, es preciso recalcar que el financiamiento por medio del mercado de valores no solo implica un costo menor del dinero, al carecer de los costos operativos de la banca, sino que le permite al emisor establecer las condiciones en las que se emitirán las obligaciones, dándole control sobre su deuda.

Por otro lado, las obligaciones en sí, cuentan con requisitos menos estrictos, como son los de la titularización, dándole más oportunidades al emisor de poder cumplir con ellos, volviéndose este método de financiamiento no solo más plausible, sino más atractivo.

Por último, la condición de autónomo del fideicomiso mercantil, donde los bienes que garantizan la emisión, como aquellos que producen los flujos se encuentran fuera del alcance del constituyente para fines alternos a los del objeto del fideicomiso, brindan mayor seguridad al tenedor de obligaciones, que en consecuencia significará una mayor voluntad a arriesgarse, incentivando de esta forma al mercado.

De todo lo anterior se puede concluir que la emisión de obligaciones que la ley ha permitido a los fideicomisos mercantiles, no presenta en la práctica impedimentos reales que imposibiliten su ejecución, sea por la naturaleza de la figura del fideicomiso o por los requisitos, ya que el patrimonio autónomo, por su calidad de persona jurídica, y los

requerimientos que ya mantiene la ley sobre el manejo de los mismos, se encuentra en la posibilidad de cumplir con todos los requisitos legales.

Cabe precisar que la posibilidad de cumplir con todos los requisitos legales ha sido analizada a la luz de normas que le permiten al fideicomiso cumplir con lo que requiere la ley, pero no en el caso específico de la emisión de obligaciones, sino para figuras comparables, como lo es la titularización, evidenciando que de forma práctica se puede realizar la calificación de riesgo al fideicomiso como emisor, el mantenimiento de activos libres de gravámenes como resguardo, y demás requisitos que hemos analizados, sin que los mismos se encuentren contenidos en la ley para la emisión de obligaciones; esto significa que, al momento que el legislador incluyó las reformas que permiten al fideicomiso mercantil emitir obligaciones, debió haber previsto la inclusión de varias precisiones, que vuelvan esta propuesta viable.

Por un lado, y como lo hemos analizado, se puede efectivamente realizar una calificación de riesgo que analice al fideicomiso, como a los valores a emitir, al proyecto, a los emisores y a los administradores; Sin embargo, la Ley de Mercado de Valores, así como la Codificación de Resoluciones Emitidas por el Consejo de Valores al referirse a la calificación establecen la posibilidad antes mencionada para una figura distinta a la del fideicomiso como emisor, siendo necesario en mi opinión, que exista una calificación de riesgo concebida específicamente para el escenario que hemos analizado, en el cual se califique al fideicomiso en su calidad de emisor, así como su administradora fiduciaria y constituyentes, adicionalmente al proyecto y los valores.

Por otro lado, establecimos que las garantías y los resguardos no presentan un impedimento en cuanto a la consecución de las mismas, aun así, y por la naturaleza del negocio fiduciario, dirigida a la protección de los bienes fideicomitados, sería recomendable que se regulen las garantías específicas que puede otorgar el fideicomiso, o terceros a su favor, que como vimos podría ser el propio constituyente, quien es quien se beneficia, en cuanto a la proveniencia de las mismas, para salvaguardar, como pretende la legislación del mercado de valores, los intereses de quienes participan en él, y de los terceros involucrados con el mercado.

Finalmente, y como ha sido analizado a lo largo de este trabajo, la emisión de obligaciones como método de financiamiento, requiere de la capacidad de cumplir con los rendimientos que cada título genere a los obligacionistas; esta capacidad implica un flujo de dinero para realizar los pagos, flujo que deberá ser generado por el propio fideicomiso, para poder actuar como emisor. En mi opinión, esto tiene como consecuencia, que no todas las modalidades del fideicomiso puedan emitir obligaciones, por lo que, sería necesario que dicha aclaración conste en la normativa, que al momento faculta a los fideicomisos en general, cualquiera modalidad que este sea, a financiarse por medio del mercado, lo cual en la realidad no podría ser ejecutado, debido a las precisiones y razones que he desarrollado en mi trabajo.

De todo el análisis, objeto de este trabajo, y después de revisadas todas las normas que regulan tanto la emisión de obligaciones, como el fideicomiso mercantil, podemos concluir entonces, que no existe impedimentos legales para que el fideicomiso, dentro de sus facultades concedidas por la ley, puede actuar como emisor y financiarse por medio del mercado de valores, como se lo ha permitido la ley.

BIBLIOGRAFÍA

- "Antecedente Históricos." Bolsa De Valores Quito.
<http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/antecedentes-historicos/>.
 (acceso 2/03/2015)
- "Securities Law History." *Legal Information Institute*. Cornell University Law School. Web. 26 Feb. 2015
- "World Capital Markets – Size of Global Stock and Bond Markets." Perspectives on Return and Risk Managment. QVM Group, 2 Apr. 2012.
<http://qvmgroup.com/invest/2012/04/02/world-capital-markets-size-of-global-stock-and-bond-markets/>. (acceso 28/02/2015)
- Behringer, Wolfgang. "Communications Revolutions: A Historiographical Concept." *German History* 24.3 (2006), p. 333-74.
- Benzie, Richard. "The Development of the International Bond Market." *BIS Economic Papers* 32 (1992): 2-92. Bank for International Settlements
- Cabanellas, Guillermo, y Guillermo Cabanellas. *Diccionario Jurídico Elemental*. Buenos Aires: Editorial Heliasta, 2006. Print.
- Calderón, Aquiles. Caracterización y Antecedentes del Fideicomiso.
<http://redfiduciaria.org/sites/default/files/documentos/Caracterizaci%C3%B3n%20y%20antecedentes%20del%20fideicomiso%20dominicano,%20por%20Lic.%20Aquiles%20Calder%C3%B3n%20Rosa.pdf>. (acceso 3/2/2015)
 Carregal, Mario A. *Fideicomiso: Teoría Y Aplicación a Los Negocios*. Buenos Aires: Heliasta, 2008.
- Campoverde, Freddy. "Mercado De Valores Del Ecuador." *Instituciones Financieras Y De Mercados* (2012): Universidad Ecotec.
<https://gye.ecomundo.edu.ec/...ecotec/.../2012F/.../20125400> (acceso 5/03/2015)
- Carregal, Mario. *El Fideicomiso De Garantía. Análisis Integral. Función Y Régimen*. Comp. Guillermo Cabanellas. Buenos Aires: Editorial Heliasta, 2011. Print.
- De La Torre, Augusto, and Sergio Schmukler. *Emerging Capital Markets and Globalization THE LATIN AMERICAN EXPERIENCE*. N.p.: Stanford UP, n.d.
 The World Bank.
<http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/DelaTorreandSchmuklerEmergingCapitalMarketsandGlobalization.pdf>. (acceso 4/03/2015)
- Domínguez Martínez Jorge. *El Fideicomiso: Negocio Jurídico, Régimen Fiscal Inmobiliario E Instrumento En La Inversión Extranjera*. Novena ed. México: Porrúa, 2001. Print
- Figuroa, Dante. "Civil Law Trust In Latin America: Is The Lack Of Trust An Impediment For Expanding Business Opportunities in Latin America?" *Arizona Journal of International & Comparative Law* 24.3 (2007)
<http://www.woessetpartners.com/BackOffice/manager/pdf/86.pdf> (acceso 14/02/2015) pp.701-767.
- Gordillo, Agustín A. *Derecho Administrativo De La Economía*. Córdoba: Ediciones Macchi. 1967

- Graeber, David. *Debt: The First 5000 Years*. New York: Melville, 2011
- Homer, Sidney. *The Historical Evolution of Today's Bond Market*. National Bureau of Economic Research, 1975.
- Kiper, Claudio Marcelo., y Silvio V. Lisoprawski. *Tratado De Fideicomiso*. Buenos Aires: LexisNexis Depalma, 2004.
- León Hurtado, Avelino. *La Voluntad Y La Capacidad En Los Actos Jurídicos*. Santiago De Chile: Editorial Jurídica De Chile, 1991.
- León Sanz, Francisco. "Las Obligaciones En La LSC." *Doctrina Corporativa*. Perez-Llorca.
http://catedraperezllorca.ie.edu/sites/default/files/Las%20obligaciones%20en%20la%20LSC_4.pdf (acceso 12/03/2015) Martín Mato, Miguel Ángel. *Los Fideicomisos En Los Tiempos Modernos*. Buenos Aires: Cengage Learning, 2009. Print.
- Michie, R. C. *The Global Securities Market: A History*. Oxford: Oxford UP, 2006.
- Parraguéz Ruíz, Luis. *Manual De Derecho Civil Ecuatoriano: Personas Y Familia*. Séptima Edición ed. Quito: Universidad Técnica Particular De Loja, 2004
- Redín, Ximena. Jefe de Análisis, Investigación y Desarrollo. Calificadora Pacific Credit Rating
- Rodríguez Azuero, Sergio. *Contratos Bancarios: Su Significación En América Latina*: Quinta Edición. Legis. Bogotá. Colombia. 2002.
- Rodríguez Azuero, Sergio. *La Responsabilidad Del Fiduciario: La Convención De La Haya Sobre El Trust, El Proyecto De Ley Francesa Sobre Fiducia*. Medellín: Biblioteca Jurídica Diké; Ediciones Rosaristas, 1997.
- Rodríguez Azuero, Sergio. *Negocios Fiduciarios: Su Significación En América Latina*. Bogotá: Legis, 2005.
- Santamaría, Eduardo Casas Sanz De. *Del "trust" Anglosajón a La Fiducia En Colombia: Y Materias Aledañas: Recuento Histórico Y Evolución Técnica Y Jurídica Desde La Ley 45 De 1923*. Bogotá Colombia: Editorial Temis, 2004.
- Seipp, David J. "Trust and the Fiduciary Duty in the Early Common Law." *Boston University Law Review* 91 (n.d.): 1011-037. Web
- Smith, B. Mark. *A History of the Global Stock Market: From Ancient Rome to Silicon Valley*. Chicago: U of Chicago, 2004.
- Tang, Kay. *Bond Market Size Vs. Stock Market Size*. ZACKS.
<http://finance.zacks.com/bond-market-size-s-stock-market-size-5863.html>. (acceso 28/02/2015)
- Terrazas Ponce, Juan David. "Orígenes Y Cuadro Histórico Del Fideicomiso." *Revista Chilena De Derecho* 1998: 939-52. Print. Vol. 25 No. 4
- Valdospinos Castro, Esteban Andrés. *La Emisión De Obligaciones En El Mercado De Valores Ecuatoriano*. Quito: Universidad Internacional SEK, 2012.
- Verbit, Gilbert P. *The Origins of the Trust*. United States: G.P. Verbit, 2002.
- Waters, Donovan. "The Trust: Continual Evolution of a Centuries-Old Idea." *Journal of International Trust and Corporate Planning* 14.4 (2007)

http://londontrust.net/filedepot/file/ARCHIVE/Journal_of_ITCP_The_Trust_Continual_Evolution_of_a_Centuries-old_Idea.pdf (accesso 5/02/2015) pp. 207-56.

Zartaloudis, Thanos. "The Trust: The Invention of the Uses and the Franciscan Influence in England." *Birkbeck Institutional Research Online* (2012). <http://eprints.bbk.ac.uk/4801/1/4801.pdf> (accesso 29/01/2015)

PLEXO NORMATIVO

Código Civil 1860

Código de Comercio 1906

Ley de Mercado de Valores de 1993

Ley de Mercado de Valores de 1998

Reglamento a la Ley de Mercado de Valores de 1998

Código Civil Vigente

Reglamento a la Ley de Mercado de Valores Vigente

Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores Vigente

Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II, Ley de Mercado de Valores Vigente

El Código Orgánico de Finanzas Públicas

Ley Orgánica de Empresas Públicas

Reglamento General Sustitutivo del Bienes del Sector Publico