



FACULTAD DE DERECHO

**LA FALTA DE PARTICIPACIÓN DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS EN EL
MERCADO BURSÁTIL A TRAVÉS DE PROCESOS EMISIÓN DE
OBLIGACIONES Y TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS DESDE LA
PROMULGACION DE LA LEY DE EMPRESAS PÚBLICAS.**

Trabajo de Titulación presentado en conformidad a los requisitos
para obtener el título de

Abogado de los Tribunales y Juzgados de la República

Profesor Guía

Dr. Juan Isaac Lovato

Autor

DANIEL ENRIQUE BERNAL HURTADO

AÑO

2011

DECLARACIÓN PROFESOR GUÍA:

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

Juan Isaac Lovato

Abogado

C.I.

DECLARACIÓN DE AUTORÍA DEL ESTUDIANTE:

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

Daniel Enrique Bernal Hurtado

C.I.

AGRADECIMIENTOS

A mi Madre, Gabriela Hurtado

A Sara Ortiz Cisneros

A mi padre Enrique Bernal
(Fallecido año 2003)

LEXVALOR ASESORIA LEGAL S.A.

DEDICATORIA

Esta tesis va a dedicada a 2 personas muy especiales quienes fueron una motivación importante en el desarrollo de mi carrera y particularmente para la realización del presente trabajo.

Primero la dedico a la memoria de mi padre, ENRIQUE BERNAL CONTRERAS, a quien siempre lo recuerdo como un ejemplo a seguir el que me enseñó a cumplir mis metas con sacrificio, y sentó las bases de lo que he logrado hasta hoy.

La segunda persona es a mi madre, GABRIELA HURTADO PÁEZ, quien con mucho sacrificio financio mis estudios, y fue una motivación importante para culminar el presente trabajo.

RESUMEN

LA FALTA DE PARTICIPACIÓN DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS EN EL MERCADO BURSÁTIL A TRAVÉS DE PROCESOS EMISIÓN DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS DESDE LA PROMULGACION DE LA LEY DE EMPRESAS PÚBLICAS.

El constante crecimiento de la sociedad ha generado que el Estado no alcance a prestar de una manera óptima aquellos servicios considerados de carácter estratégicos, para lo cual con el fin de cubrirlos de una mejor manera, se crea en el año 2009 en el Ecuador, la Ley Orgánica de Empresas Públicas en donde se establece el alcance de éstas y la finalidad para la cual fueron creadas.

Los activos, pasivos, bienes, rentas y en general todo lo que conforma a estas entidades son de naturaleza pública y por ende tienen un tratamiento distinto al del derecho común.

Dentro de la mencionada Ley se establece en su artículo 42, que las Empresas Públicas podrán optar como medio de financiamiento por la emisión de obligaciones y la titularización de activos conforme la normativa vigente de la materia.

El endeudamiento estatal en el Ecuador se lo define a nivel constitucional, remitiendo su regulación al Código Orgánico de Planificación y Finanzas Publicas, siendo la emisión de obligaciones y la titularización de activos una forma de deuda pública reguladas por la normativa expuesta.

El procedimiento para optar por la emisión de obligaciones y titularización de activos se encuentra descrito en la Ley de Mercado de Valores, su reglamento y la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, en donde se establecen ciertos requisitos que vuelven inaplicable la actuación del Estado, específicamente la constitución de garantías para el primer caso y la transferencia de dominio a un patrimonio autónomo para el segundo.

Las limitaciones se han generado por una falta de regulación de la materia, y por la existencia de ciertas contradicciones con la norma rectora de endeudamiento público, lo cual debe ser tomado en cuenta y plantear soluciones adecuadas que permitan a las Empresas del Estado optar por el Mercado de Valores como un medio ideal para cumplir sus fines, considerando la inyección económica que le daría su participación al medio.

ABSTRACT

Due to a constant society growth, the Estate has diminished its capability to optimally render crucial services. In order to cope in a more accurately way this service provision, the Organic law for public undertakings has been established during 2009 in Ecuador. This law states the scope and aim for which determined enterprises were founded.

Assets, liabilities, goods, income and generally all that makes those entities up are of public nature, therefore they must be handled differently to those of common law.

The aforementioned law states in Article 42 that public undertakings could, as a mean of funding, opt for the debentures issue and assets securitization processes, according to current regulation of the matter.

National indebtedness in Ecuador is defined at a constitutional level, referring its regulation to the organic planning and public finances code. The debenture issue and assets securitization processes are also considered as public debt, thus they are also regulated by this code.

The procedure and regulations to select debentures issue and assets securitization processes is described by the securities market law, and in the national securities council's resolution code, respectively. The latter establishes certain requirements which turn unsuitable any government intervention, namely the constitution of collateral arrangements for the debentures issue and the domain name transfer to an autonomous patrimony for the assets securitization

Restrictions have been generated owing to a lack of regulation of the matter, and the existing contraindications with the guiding norm of public indebtedness. This must be taken into account in order to find out accurate solutions which enable that national enterprises could select the securities market as an ideal mean to achieve their goals, considering the economic boost that would allow them to take part in this mean.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
1. FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES Y LA EMPRESA PÚBLICA	
1.1. Mercado de valores	3
1.1.1. Antecedentes históricos del mercado de valores	3
1.1.2. Expedición de la ley de mercado de valores en el Ecuador	4
1.1.3. Tipos de mercados	8
1.1.4. Proceso de financiamiento a través del mercado de valores	9
1.1.4.1. Emisión de obligaciones	9
1.1.4.2. Titularización de activos	11
1.1.5. Ventajas y diferencias entre el mercado de valores y el sistema financiero	14
1.2. La Empresa Pública	16
1.2.1. Definición de empresa pública y su finalidad	16
1.2.2. Constitución y jurisdicción	18
1.2.3. Administración	18
1.2.3.1. Del directorio	19
1.2.3.2. Del gerente general	20
1.2.4. Ente de control	20
1.2.5. Régimen económico y patrimonio	21
1.3. Bienes de la empresa pública	23
1.3.1. Naturaleza de los bienes públicos	23

1.3.2. Características de los bienes públicos -----	26
1.3.3. Garantías y transferencia de dominio de los bienes de la empresa pública-----	29
1.3.3.1. Transferencia de dominio de los bienes de la empresa pública-----	30
1.3.3.2. La constitución de garantías sobre bienes de la empresa pública-----	31
1.4. Financiamiento de la empresa pública-----	32
1.4.1. Formas de financiamiento -----	32
1.4.2. Del endeudamiento y sus límites-----	33
1.4.3. Procedimientos de financiamiento y endeudamiento-----	35
1.4.4. La importancia y necesidad de la participación de la empresas públicas en el mercado de valores. -----	36

2. DE LA EMISION DE OBLIGACIONES Y

TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS DE LAS EMPRESAS

PÚBLICAS E IDENTIFICACION DE LA PROBLEMÁTICA

2.1. De la emisión de obligaciones de empresas públicas-----	38
2.1.1. Naturaleza y finalidad de la emisión de obligaciones de las empresas públicas -----	38
2.1.2. De los participantes en el proceso y su designacion -----	40
2.1.2.1. Del estructurador legal -----	40
2.1.2.2. De la calificadora de riesgos-----	41
2.1.2.3. Del representante de obligacionistas-----	42
2.1.2.4. De la casa de valores-----	44
2.1.2.5. Del agente pagador -----	45
2.1.3. Del procedimiento-----	46

2.1.3.1. La decisión de emitir obligaciones por parte de le empresa pública-----	46
2.1.3.2. Estructuración del proceso-----	47
2.1.4. De las garantías -----	50
2.1.5. Identificación de la problemática y factibilidad de emitir obligaciones. -----	57
2.2. De la titularización de activos de empresas públicas -----	59
2.2.1. Naturaleza y finalidad de la titularización de activos de las empresas públicas -----	59
2.2.2. De los participantes en el proceso y su designación -----	62
2.2.2.1. El originador-----	63
2.2.2.2. Agente de manejo -----	63
2.2.2.3. Patrimonio de propósito exclusivo -----	66
2.2.2.4. Inversionista-----	66
2.2.2.5. Comité de vigilancia-----	66
2.2.2.6. Otros participantes -----	67
2.2.3. El proceso aplicado a la empresa pública-----	68
2.2.3.1. La decisión de titularizar activos por parte de le empresa pública-----	72
2.2.3.2. De la estructuración del proceso-----	72
2.2.4. Aporte de activos o bienes públicos a un patrimonio autónomo-----	77
2.2.5. De las garantías -----	84
2.2.6. Identificación de la problemática y factibilidad de titularizar activos.-----	87

3. SOLUCIONES Y ALTERNATIVAS PARA UNA MAYOR PARTICIPACION DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS EN EL MERCADO DE VALORES

3.1. Causas para la falta de financiamiento de las empresas públicas en el mercado de valores.-----	90
3.2. Análisis y alternativas para la viabilidad del financiamiento mediante emisión de obligaciones y titularización de activos de las empresas públicas -----	99
3.2.1. Reglamento al código orgánico de planificación y finanzas públicas-----	108
3.2.2. Reglamentación a la ley orgánica de empresas públicas-----	110
3.2.3. Adecuación a la normativa de mercado de valores -----	113
Conclusiones -----	117
Recomendaciones -----	120
Bibliografía:-----	122
Net: -----	124

INTRODUCCIÓN

En los últimos años el Mercado Bursátil del Ecuador ha tenido un gran crecimiento, y ha sido considerado como una opción alternativa y distinta del financiamiento tradicional que ofrecen las instituciones financieras de nuestro país; esto por razones de plazos, tasas, rentabilidad y entre otras que se explicarán más adelante. El Estado consciente sobre esta realidad y en su calidad de participante activo como inversionista en el Mercado de Valores, abre la posibilidad de la participación de sus empresas en dicho medio, mediante la creación de la Ley de Empresas Públicas en el año 2009, facultando de manera expresa en su artículo 42 a que se financien a través de emisión de obligaciones y titularizaciones.

Existe amplia y basta legislación respecto a la emisión de obligaciones y la titularización de activos, la cual se encuentra en la Ley de Mercado de Valores y la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores; en las cuales se establece el procedimiento, los entes participantes, las obligaciones, sanciones y demás normas que controlan estos tipos de financiamiento, estando enfocada principalmente al sector privado.

Llama la atención que según la información de la página web de la Bolsa de Valores de Quito y del departamento de autorización y registro de la Superintendencia de Compañías, no se reporte la participación de ninguna Empresa Pública desde la promulgación de la ley de la materia.

Con el desarrollo del presente trabajo se identificarán las posibles razones que han generado la falta de participación de las Empresas Públicas en el Mercado de Valores, y una vez identificadas, se plantearán alternativas jurídicas en lo relativo a procesos de emisión de obligaciones y procesos de titularización de activos, considerando que existe normativa al respecto que la regula, y que a pesar de esto, su participación ha sido nula.

Los inconvenientes se han generado en la práctica, una vez que la normativa para financiamiento en el Mercado de Valores fue creada para la participación de entes privados y más no de entes públicos, y la tratativa para Empresas

Públicas debería ser diferente y particularizada, en virtud que su naturaleza es distinta y no se vuelve tan práctica aplicarla por las implicaciones jurídicas que conlleva.

Más allá de descubrir e identificar las causas de la falta de participación, es el aporte de soluciones, debido a que la posibilidad de tener al Estado como participante activo en el Mercado de Valores, generaría además de una ventaja para sus empresas, una gran inyección económica y un gran crecimiento para el Mercado, ya que lo haría más atractivo por la mayor cantidad de operaciones que se generarían.

CAPÍTULO 1

FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES Y LA EMPRESA PÚBLICA

1.1 MERCADO DE VALORES

ANTECEDENTES HISTÓRICOS DEL MERCADO DE VALORES

Previo al análisis central de la investigación es importante conocer la evolución histórica del Mercado de Valores en general; para lo que se procede a citar al autor ecuatoriano Víctor Cevallos Vásquez quien manifiesta:

El nacimiento del mercado de valores proviene con la creación de las denominadas lonjas en el siglo XVI, las cuales consistían en ferias en las cuales se reunían los comerciantes; en un inicio como un gremio para darse su apoyo en virtud de la calidad que ostentaban, y en el cual se realizaba el intercambio de sus productos, con la particularidad que estos sitios eran solo punto de encuentro de comerciantes. Más adelante estos sitios, que generalmente solían ser posadas, plazas o tabernas fueron evolucionando y se empezó con el corretaje de títulos valores, especialmente de acciones de sociedades anónimas cuya figura se reglamentó en el siglo XVII.

Con el apareamiento de las mencionadas lonjas, se pasa a establecer asociaciones y mercados diferenciados transando documentos o títulos representativos de valores. La ampliación del mercado de valores y el imperativo de la seguridad y control dan lugar a la creación de las bolsas, la primera se funda en 1570 en Londres, luego surge en 1571 la de Barcelona, sin embargo, en muchos años el centro financiero más trascendente en el viejo continente fue la Bolsa de Amsterdam

constituida en 1611 y coadyuvó para que Holanda consolide su dominio naval.¹

Adicionalmente, el autor menciona que:

Las necesidades económicas colaboran con el nacimiento y creación del Mercado de Valores, siendo así el hito más importante para este mercado la revolución industrial en el siglo XVIII. Con esta revolución se dan grandes descubrimientos y en consecuencia el nacimiento de grandes mercados; entre estos hechos podemos citar el descubrimiento de América por parte de Cristóbal Colón, el desarrollo de la ciencia, la llegada del oro y la plata de América a Europa, entre otros.²

En resumen, el mercado de valores y las bolsas hacen su aparición como un medio de financiamiento para satisfacer las necesidades de la industria, mediante la emisión de obligaciones, acciones preferentes y otro tipo de procesos que permiten una mayor participación de la sociedad en el capital, constituyendo ya desde esas épocas un medio atractivo para inversionistas y empresas.

EXPEDICIÓN DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES EN EL ECUADOR

Para la expedición de la Ley de Mercado de Valores vigente, existieron muchos hechos que marcaron su nacimiento, los cuales se mencionarán en el presente subcapítulo.

El primer antecedente se remonta al 1 de mayo del año 1882 con la expedición del primer Código de Comercio, en cuyo título II, sección I se

¹ CEVALLOS VASQUÉZ Víctor; Mercado de Valores; Quito Ecuador, página 24

² CEVALLOS VASQUÉZ Víctor; Mercado de Valores; Quito-Ecuador, página 25-26.

daba el tratamiento “De las Bolsas de Comercio” a partir del artículo 60 hasta el 69.

Entre las características principales de la mencionada ley se establece como requisito para ser miembro el tener matrícula de comercio, en virtud que la definición que se daban a estas Bolsas eran de lonjas, como un sitio donde solo se reunían comerciantes.

En el Código de Comercio se puntualizaba que en dichas bolsas se contrataba:

- 1. Efectos públicos o sea: los que representen créditos contra el estado y se hallen legalmente como negociables, los emitidos con garantía prestada por el Gobierno y con obligación subsidiaria del Estado, los emitidos por los gobiernos extranjeros si su negociación se halla autorizadas especialmente.*
- 2. Las letras de cambio, libranzas, pagarés, acciones de minas, de sociedades anónimas legalmente autorizadas, y cualquiera especie de valores de comercio procedente de personas particulares.*
- 3. La venta de metales preciosos amonedados o en pasta.*
- 4. La de mercaderías de toda clase.*
- 5. Los seguros de efectos comerciales contra todos los riesgos terrestres o marítimos.*
- 6. El fletamento de buques para cualquier punto.*
- 7. Los transportes en lo interior por tierra o por agua.*

Así con una ley que establece expresamente la existencia de las Bolsas de Comercio; mediante decreto ejecutivo del presidente Juan José Flores el 26 de junio de 1884 se crea en Guayaquil la primera Bolsa de Comercio, en la cual se reunían comerciantes bajo las disposiciones de la Ley señalada en el párrafo anterior.³

³ CEVALLOS VÁSQUEZ Víctor; Mercado de Valores, Quito-Ecuador, página 34-35.

Mediante decreto ejecutivo del Dr. José María Velasco Ibarra en el año de 1935, el Estado deja al arbitrio la autonomía de la voluntad privada para la constitución de Bolsas de Comercio, estando estas habilitadas para escoger el tipo de sociedad y su régimen jurídico. De esta manera se crea la primera Bolsa de Comercio con sede en Guayaquil con la denominación "Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A.

El 14 de julio del año 1955 se publica en el registro oficial el decreto mediante el cual se crea la Comisión Nacional de Valores, como una entidad autónoma de derecho privado y finalidad social y pública, con personalidad jurídica y capacidad para ejercer y otorgar toda clase de actos y contratos, siendo sustituida el 11 de agosto de 1964 por la Corporación Financiera Nacional como nuevo ente regulador de las Bolsas de Comercio.

Mediante Ley creada en el año 1969, se faculta el establecimiento de las Bolsas de Valores como compañías anónimas regidas por la Ley de Compañías y bajo el control de su establecimiento y funcionamiento de la Superintendencia de Compañías. Posteriormente a la promulgación de la mencionada ley, el presidente Velasco Ibarra mediante decreto autoriza la creación de las Bolsas de Valores en las provincias de Pichincha y Guayas.

Con los antecedentes históricos ya expuestos respecto a la aparición de las Bolsas de Valores en nuestro país, y existiendo una actividad bursátil en aquellos años, los legisladores de ese tiempo, inversionistas, empresas, y comerciantes, viendo el avance de la globalización, la realidad de un mundo en crecimiento y la expansión de los mercados, comienzan a pensar en la necesidad que exista un medio competitivo e idóneo del mercado bursátil, con la creación de una Ley autónoma para el Mercado de Valores, la cual no se derive de ninguna otra y tenga su normativa clara y específica en cuanto a dicho mercado, con el fin que

éste se vuelva más competitivo y se regule la actividad de todos los participantes en dicho medio.

En el año 1981 la Superintendencia de Compañías, contrata al señor Joaquín González, de nacionalidad Ecuatoriana, experto en esta rama del saber jurídico para diagnosticar el desarrollo de una Ley de Mercado de Valores. Con la elaboración del mencionado diagnóstico, la Superintendencia de Compañías contrató al experto alemán Hans Horch, quién conjuntamente con el Ec. Joaquín González y el Dr. Alfredo Barona prepararon lo que podría denominarse el primer anteproyecto sobre la Ley de Mercado de Valores.

Posteriormente se forma una comisión interinstitucional integrada por representantes del Ministerio de Finanzas, Banco Central del Ecuador, Corporación Financiera Nacional, Cámaras de Industriales, Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, Agentes de Bolsa, y de la Superintendencia de Compañías y de Bancos. Esta comisión laboró durante nueve meses aproximadamente, hasta la redacción de un nuevo proyecto de ley de mercado de valores sobre la base del anterior.

Una vez formada la comisión y con la asistencia de expertos en la materia, se entrega al Congreso Nacional en el año 1984 el primer proyecto de la Ley de Mercado de Valores, sin que el mismo sea aprobado, a lo cual en los años venideros se insistió con algunos proyectos hasta que finalmente en el año 1993 se culmina con la aprobación de la Ley de Mercado de Valores por el congreso nacional el día 7 de mayo, publicada en el registro oficial el 28 de mayo de 1993.

La mencionada Ley contempla todo lo relativo al Mercado de Valores, y es la que actualmente sigue en vigencia con ciertas modificaciones y reformas que se han dado en el tiempo, conservando su base del año 1993. En dicha ley podemos encontrar la regulación de todos los

participantes del mercado, sus reglas, sanciones, así como los organismos de control y vigilancia actuales, entre los cuales tenemos a la Intendencia de Mercado de Valores y el Consejo Nacional de Valores, siendo el primero un órgano adscrito a la Superintendencia de Compañías.”⁴

En la actualidad las Bolsas de Valores tienen un tratamiento distinto al que se daba en los primeros años de existencia, siendo ahora una entidad autónoma creada por las Casas de Valores, en la cual cada una debe tener una pequeña participación.

Otra consideración para tener en cuenta es que esta Ley se refuerza con las normas expedidas por el Consejo Nacional de Valores, el cual tiene la facultad auto reguladora de crear sus propias normas de funcionamiento y que son de estricto cumplimiento para los participantes en el Mercado de Valores.

Como se puede ver, la evolución del Mercado de Valores fue compleja, y en la actualidad en el Ecuador sigue evolucionando debido al crecimiento y la importancia que está teniendo dicho mercado, sin que se pueda comparar con la actividad de otros países en donde la diferencia de negociación es abismal, pero no quita que en un futuro se logre alcanzar las mencionadas cifras, para lo cual es importante que la legislación sigue avanzando conforme el avance del mercado, y que se pueda abarcar más y más a todos los participantes.

1.1.3 TIPOS DE MERCADOS

Antes de definir y explicar en qué consisten los medios de financiamiento del Mercado de Valores, es preciso conocer cuáles son los tipos de mercados existentes, teniendo así primario y el secundario.

El artículo 29 de la Ley de Mercado de Valores define al Mercado Primario como: *“aquél en el cual los compradores y el emisor participan directamente o*

⁴ CEVALLOS VÁSQUEZ Víctor; Mercado de Valores, Quito-Ecuador, página 35-45.

a través de intermediarios, en la compraventa de valores de renta fija o variable y determinación de los precios ofrecidos al público por primera vez”⁵

Dentro de esta definición es pertinente definir a los valores de renta fija o variable, siendo así el primero en el cual se conoce el rendimiento de los valores y lo que se percibirá por estos, así por ejemplo las obligaciones y el papel comercial. Los valores de renta variable consisten en aquellos en los cuales no se conoce su rendimiento futuro, y depende de factores externos que garanticen el mismo, teniendo como ejemplo las acciones que una compañía vende.

El Mercado Secundario conforme el artículo 29 de la Ley de Mercado de Valores se define como: *“Aquel que comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación; por lo tanto, los recursos provenientes de aquellas, los reciben sus vendedores.”⁶*

1.1.4 PROCESO DE FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES

La Ley de Mercado de Valores prevé dos medios de financiamiento para las empresas privadas como públicas, teniendo a la emisión de obligaciones y la titularización de activos.

1.1.4.1 Emisión de obligaciones

“La emisión de obligaciones es el mecanismo mediante el cual una compañía privada u organismo seccional, emite valores representativos de deuda, amparados con garantía general o específica, a un determinado interés y plazo, y los ofrece en el mercado de valores mediante oferta pública”.⁷

⁵ ART 29; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

⁶ ART 29; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

⁷ SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS; Guía práctica de acceso al mercado de valores, 2009.

El artículo 160 de la Ley de Mercado de Valores establece las características de la emisión de obligaciones, que en resumen la define como aquellos valores emitidos por compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales, las cuales crean una deuda a cargo de la emisora. Podrán ser de largo o corto plazo.

Los valores emitidos por las compañías, las cuales pueden ser anónimas, limitadas, sucursales extranjeras u organismos seccionales; consisten en títulos de deuda que emiten las mismas, los cuales deben tener las características de título valor y estar inscritos en la Intendencia de Mercado de Valores para que tengan perfecta validez.

Al definir a la emisión de obligaciones, hablamos de títulos valores. El español Agustín Vicente Gella define al título valor como *“documento que presume la existencia de una obligación de carácter patrimonial, literal y autónomo, y el cual es necesario para que pueda exigirse o efectuarse válidamente por el deudor el pago de la prestación que consiste aquella”*⁸. El autor francés Jean Escarra define al título valor como: *“El documento necesario para permitir a su portador legitimado el ejercer contra el deudor el derecho literal y autónomo que en él está expresado.”*⁹

Tomando en cuenta lo que manifiesta la Ley y considerando los pensamientos de los autores antes citados, se define a la emisión de obligaciones como el proceso en virtud del cual una compañía con el fin de obtener financiamiento para realizar actividades específicas, emite deuda a través de títulos que son adquiridos por terceros, comprometiéndose a pagar dichas obligaciones en un plazo determinado, con un tasa de interés específica.

⁸ VICENTE Y GELLA, Agustín, Los títulos de crédito en la doctrina y en el derecho positivo, Zaragoza, Institución Fernando el Católico, 1986, pag. 131.

⁹ ESCARRA Jean; Cours de droit comercial, Paris, Libraire du Recueil Sirey, 1952, página 756.

Existen dos tipos de emisión de obligaciones, las cuales se adaptan de acuerdo a la necesidad de la compañía, pudiendo ser a corto plazo, por menos de 360 días (papel comercial); y a largo plazo más de 360 días (obligaciones), siendo los procedimientos de colocación de los títulos en el mercado casi iguales.

1.1.4.2 Titularización de activos

Para algunos tratadistas *“la expresión castellana “titularización” resulta de traducir literalmente el anglicismo “securitization”, que deriva del inglés security, que es un sinónimo de título valor de contenido financiero, por lo que securitizar una obligación es representarla con un título”*.¹⁰

El Doctor Juan Carlos Peralvo sostiene que la titularización consiste en:

*“Proceso mediante el cual se emiten valores libremente negociables en el mercado, representativos de derechos sobre activos que existen o se espera que existan, los cuales están integrados en patrimonios independientes, que son capaces de generar flujos de fondos futuros o de derechos de contenido económico, determinables.”*¹¹

El artículo 138 de la Ley de Mercado de Valores define a la titularización de activos como *“aquel proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo”*¹².

¹⁰ CARVAJAL CÓRDOVA, Mauricio. Aspectos Jurídicos de la Titularización de Activos, Biblioteca Jurídica Dike, 1996.

¹¹ LARREA ANDRADE, Mario. Régimen Jurídico de la Titularización de Activos; Ediciones Legales S.A., Quito-Ecuador; 2004, pag. 42.

¹² ART 138; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

En palabras del Doctor Mario Larrea:

*La titularización, consiste en reunir un conjunto de activos, reagrupándolos para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos valores o participaciones que son colocados entre inversionistas. La titularización, también es una fuente alternativa de financiación, que permite la movilización de activos de sus balances. Los valores que se emiten y que tienen como respaldo activos, posibilitan al originador reducir su dependencia en el endeudamiento tradicional bancario, convirtiéndose el inversionista en el nuevo agente de financiamiento, el momento que adquiere los valores que se emiten con cargo al vehículo legal que ha sido utilizado en el proceso de titularización (fideicomiso mercantil irrevocable o los fondos colectivos de inversión). También permite al emisor reducir el riesgo de descalce entre plazos y tasas de interés.*¹³

Estos valores por mandato legal deberán ser emitidos con cargo a un patrimonio autónomo, siendo por tal un elemento esencial dentro un proceso de titularización, pudiendo ser un fideicomiso irrevocable o un fondo colectivo de inversión, los cuales se definen de la siguiente manera:

Fondo Colectivo de Inversión

El artículo 76 de la Ley de Mercado de Valores define a los fondos colectivos de inversión, como *“aquellos que tienen la finalidad invertir en valores de proyectos productivos específicos, el cual estará constituido por los aportes hechos por los constituyentes dentro de un proceso de oferta pública.”*¹⁴

Los fondos de este tipo son cerrados, lo que implica que no se admite la emisión con posterioridad, de una mayor cantidad de cuota-partes que

¹³ LARREA ANDRADE, Mario. Régimen Jurídico de la Titularización de Activos; Ediciones Legales S.A., Quito-Ecuador; 2004, pag. 44-45

¹⁴ ART 76; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

las iniciales. La propiedad indivisa del haber del fondo corresponde a diversas personas a las cuales se les reconocen los derechos de copropiedad sobre los créditos que lo integran. En estrictu sensu, la copropiedad no es sobre los créditos, sino sobre el beneficio, resultado o liquidación del haber del fondo. Los adquirentes de las cuota-partes se ven investidos de la titularidad de una copropiedad en una indivisión patrimonial, conforme al valor de los certificados los cuales les otorga el derecho de participar en los beneficios que distribuya el fondo y a la parte proporcional del activo en caso de liquidación de éste.¹⁵

Fideicomiso Mercantil Irrevocable:

Doctrinariamente existen muchas definiciones respecto al fideicomiso mercantil; en el país se la establece en el artículo 109 de la Ley de Mercado de Valores, siendo considerado como:

Aquel contrato por el cual una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes, transfieren, de manera temporal o irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien a favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.¹⁶

El fideicomiso es el contrato por el cual una persona recibe de otra un encargo respecto de un bien determinado, cuya propiedad se la

¹⁵ LARREA ANDRADE, Mario. Régimen Jurídico de la Titularización de Activos; Ediciones Legales S.A., Quito-Ecuador; 2004, pag. 60.

¹⁶ ART 109; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

*transfiere a título de confianza pero que al cumplimiento de un plazo o condición le dé el destino convenido*¹⁷

Al hablar de fideicomiso irrevocable, se refiere a que este no puede revocarse como el caso del mandato por decisión del originador. Una vez constituido, el contrato termina por las causales contractuales sin que una de ellas sea la decisión unilateral del originador.

Para los autores Raúl Novoa Galán y Gabriela Novoa Muñoz:

El objetivo fundamental de la titularización, como alternativa de financiamiento para las empresas, es dar liquidez, homogeneidad y acceso al mercado secundario de valores a instrumentos o activos que son por naturaleza generalmente ilíquidos, heterogéneos y de mercados restringidos (por ejemplo, cuentas por cobrar, contratos de leasing, créditos de consumo, créditos hipotecarios); y consiste en valores con respaldo de activos; todo lo anterior, con la idea de financiar capital de trabajo. En otras palabras, titularización es dar la forma de instrumento transable a una obligación financiera específica (comúnmente deuda bancaria).

*El proceso consiste en tipificar la obligación (normalmente representada por un título), con el objeto de transarla sin mayores castigos en el mercado secundario.*¹⁸

1.1.5 VENTAJAS Y DIFERENCIAS ENTRE EL MERCADO DE VALORES Y EL SISTEMA FINANCIERO

El Mercado de Valores se ha convertido en un medio atractivo para inversionistas y empresas en virtud que a diferencia de las instituciones

¹⁷ Martorrel, Ernesto Eduardo; Tratado de los Contratos de la Empresa. Editorial Desalma. Segunda Edición. 2000

¹⁸ Novoa Galán Raúl, Novoa Muñoz Gabriela. Derecho de Mercado de Capitales. Editorial Jurídica de Chile. 1995

financieras no existe un intermediario que establece las condiciones y la forma de pago.

El objeto principal de una institución financiera consiste en captar el dinero a través de depósitos y pagar por esta actividad un interés que en general es demasiado bajo, para prestar los dineros depositados a terceros con un interés elevado y en la forma y los plazos que ellos establezcan, es decir el negocio es el valor del dinero.

A diferencia de las instituciones financieras, el Mercado de Valores permite la opción a las empresas de financiarse a través de otros procesos, así mediante emisión de obligaciones y titularización de activos, en los cuales los emisores u originadores, con ciertas diferenciaciones, emiten deuda a terceros para pagarla en plazos más largos que los que otorgan las instituciones financieras, y con una tasa de interés más conveniente para ambas partes, recibiendo así el obligacionista y el emisor un beneficio. En el caso de la titularización, la opción de hacer líquidos activos que existen o esperan que existan y de esta forma prescindir del financiamiento tradicional.

El Mercado de Valores ofrece transparencia a los inversionistas, así los participantes en dicho mercado tienen total acceso a la información de la compañía emisora u originadora, siendo obligación de las mismas el reportar sobre sus hechos relevantes, lo que genera una mayor confianza y seguridad para todos los participantes.

En el Mercado de Valores existen tantas garantías y medios que protegen a los inversionistas por los valores adquiridos a las compañías, además de un control adecuado y constante por parte de la Superintendencia de Compañías y la regulación del Consejo Nacional de Valores. Adicionalmente en un caso de quiebra de la compañía, o de incumplimiento de pago, es más rápido y seguro la ejecución de garantías y la exigencia del pago, a diferencia que un problema

con una institución bancaria en donde el recuperar la plata depositada puede tomar demasiado tiempo en virtud de su objeto.

Estas son algunas de las particularidades que han hecho atractivo al Mercado de Valores, y el por qué ha sido considerado como una opción alternativa a las instituciones financieras por parte de grandes compañías que tienen una participación activa en el medio, incluso existe una participación constante como inversionistas por parte del Estado a través del IESS o la CFN.

1.2 LA EMPRESA PÚBLICA

1.2.1 DEFINICIÓN DE EMPRESA PÚBLICA Y SU FINALIDAD

Con el paso del tiempo las necesidades de la sociedad han ido aumentando y ha sido muy difícil para el Estado poder solventar todas éstas de una manera directa a través de sus instituciones, en virtud de lo cual en el año 2009 se crea la Ley Orgánica de Empresas Públicas con el fin de mejorar la prestación de los servicios a los cuales se encuentra obligado en calidad de Estado subsidiario.

El autor Emilio Soldevilla manifiesta:

El Estado realiza algunas funciones, teniendo entre estas la colectiva la cual es para satisfacer las necesidades humanas fundamentales en cada momento histórico nacional (educación, seguridad, sanidad, vivienda, urbanización, protección del medio ambiente, etc.); la económica de servicios públicos para el desarrollo socio-político e infraestructural de la economía nacional (transporte público, carreteras, aeropuertos, puertos, carburantes, gas, electricidad, agua, etc.) y las

*funciones económicas de mercado que se derivan de la participación pública en el sector industrial, comercial y financiero de la nación.*¹⁹

La definición de Empresa Pública en el Ecuador la encontramos en el artículo 4 de la Ley de la materia, que las define como:

*Personas jurídicas de derecho público que pertenecen al Estado en los términos que establece la Constitución de la República, con patrimonio propio, dotadas de autonomía presupuestaria, financiera, económica, administrativa y de gestión. Estarán destinadas a la gestión de sectores estratégicos, la prestación de servicios públicos y en general al desarrollo de actividades económicas que corresponden al Estado.*²⁰

Al hacer un análisis del artículo, este concuerda con lo que establece la doctrina en cuanto a la definición de Empresa Pública, una vez que están destinadas a la gestión de sectores estratégicos, de derecho público independientes, y en los términos que establece la Constitución, que al respecto las menciona en su artículo 315 como:

*Empresas creadas para la gestión de sectores estratégicos, las cuales en efecto son de derecho público, con personalidad jurídica, autonomía financiera, económica, administrativa y de gestión, en las cuales sus excedentes podrán destinarse a la inversión y reinversión en las mismas empresas o sus subsidiarias, relacionadas o asociadas, de carácter público, en niveles que garanticen su desarrollo.*²¹

¹⁹ SOLDEVILLA GARCÍA, Emilio, “La gestión de la empresa pública”. Ediciones Pirámide S.A.; Madrid-España, 1978.

²⁰ ART.4; LEY ORGANICA DE EMPRESAS PÚBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2009.

²¹ ART 315; CONSTITUCIÓN DE LA REPÚBLICA DEL ECUADOR; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito – Ecuador; 2008.

La Constitución en su artículo 313 considera como sectores estratégicos a la energía en todas sus formas, las telecomunicaciones, los recursos naturales no renovables, el transporte y la refinación de hidrocarburos, la biodiversidad y el patrimonio genético, el espectro radioeléctrico, el agua, y los demás que determine la ley.

1.2.2 CONSTITUCIÓN Y JURISDICCIÓN

El artículo 5 de La Ley Orgánica de Empresas Públicas establece que éstas se podrán crear de las siguientes maneras:

1. *Mediante decreto ejecutivo para las empresas constituidas por la Función Ejecutiva.*
2. *Por acto normativo legalmente expedido por los gobiernos autónomos descentralizados; y,*
3. *Mediante escritura pública para las empresas que se constituyan entre la función ejecutiva y los gobiernos autónomos descentralizados, para lo cual se requerirá del decreto ejecutivo y las normas legalmente expedidas, respectivamente.*

En cuanto a la jurisdicción, estas empresas podrán ejercer sus actividades en el ámbito local, provincial, regional, nacional o internacional y deberán contener la indicación EMPRESA PÚBLICA o la sigla EP, acompañada de su expresión peculiar.

El domicilio principal de este tipo de empresas estará en el lugar que se determine en su acto de creación y podrá establecerse agencias o unidades de negocio, dentro o fuera del país.”²²

1.2.3 ADMINISTRACIÓN

En las Empresas Públicas a diferencia que otro tipo de compañías, el máximo órgano de administración es el directorio seguido por la gerencia general.

²² ART.5; LEY ORGANICA DE EMPRESAS PÚBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2009.

1.2.3.1 Del directorio

El directorio estará conformado de la siguiente manera:

A) Para el caso de empresas creadas por la Función Ejecutiva:

1. La Ministra o Ministro del ramo o su delegado o delegada permanente, quien lo presidirá.
2. El titular del organismo nacional de planificación o su delegada o delegado permanente; y,
3. Un miembro designado por la Presidenta o Presidente de la República.

B) Para el caso de las Empresas Públicas creadas por los gobiernos autónomos descentralizados o para las creadas entre la Función Ejecutiva y los gobiernos autónomos descentralizados, el Directorio estará conformado por el número de miembros que se establezca en el acto normativo de creación, el que también considerará los aspectos relativos a los requisitos y período. En ningún caso el Directorio estará integrado por más de cinco miembros.

El acto normativo de creación de una Empresa Pública constituida por gobiernos autónomos descentralizados podrá prever que en la integración del Directorio se establezca la participación de representantes de la ciudadanía, sociedad civil, sectores productivos, usuarias o usuarios de conformidad con lo que dispone la ley.”²³

En las Empresas Públicas creadas por la Función Ejecutiva, el Presidente del Directorio será el Ministro del ramo correspondiente o su delegada o delegado permanente.

En las empresas creadas por los gobiernos autónomos descentralizados, la Presidenta o el Presidente serán la Alcaldesa o el Alcalde, la Prefecta o Prefecto, la Gobernadora o Gobernador Regional,

²³ ART.7; LEY ORGANICA DE EMPRESAS PÚBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2009.

o su respectivo delegado, quien deberá ser una funcionaria o funcionario del gobierno autónomo descentralizado.

En el caso de empresas creadas por más de un gobierno autónomo descentralizado, la presidencia del Directorio estará a cargo de la autoridad que designen los representantes legales de dichos gobiernos.

En las empresas creadas entre la Función Ejecutiva y los gobiernos autónomos descentralizados, la presidencia la ejercerá quien sea elegido de entre los miembros principales del Directorio.

La Presidenta o Presidente del Directorio tendrá las atribuciones que se establezca en el acto de creación y en la normativa interna de la Empresa.”²⁴

1.2.3.2 Del Gerente General

El Gerente General será quien ejerza las funciones de administración y representación legal de la Empresa Pública, bajo las directrices del máximo órgano de administración que viene a ser el directorio, será designado por éste, de fuera de su seno y ejercerá la representación legal, judicial y extrajudicial de la empresa y será en consecuencia el responsable de la gestión empresarial, administrativa, económica, financiera, comercial, técnica y operativa.

En caso de ausencia o incapacidad temporal del Gerente General lo subrogará el Gerente General Subrogante.”²⁵

1.2.4 ENTE DE CONTROL

Las Empresas Públicas son controladas por la Contraloría General del Estado en su calidad de organismo técnico encargado del control de la utilización de recursos estatales.

²⁴ ART.8; LEY ORGANICA DE EMPRESAS PÚBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2009.

²⁵ ART.10; LEY ORGANICA DE EMPRESAS PÚBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2009.

Conforme a la Ley, la Contraloría tiene a su cargo:

Realizar el control, la fiscalización y auditoría, cuando de por medio están recursos públicos, así nos referimos a: fondos, títulos, acciones, participaciones, activos, rentas, utilidades, excedentes, subvenciones y todos los derechos que pertenecen al Estado y a sus instituciones, sea cual fuere la fuente de la que procedan, inclusive los provenientes de préstamos, donaciones y entregas que, a cualquier otro título se realicen su favor o de sus instituciones, personas naturales o jurídicas u organismos nacionales o internacionales.²⁶

Las Empresas Públicas poseen en su patrimonio recursos públicos y en tal virtud, constitucional y legalmente están sujetas al control de la Contraloría General del Estado, debiendo rendir cuentas del manejo de estos recursos y de sus actuaciones de acuerdo a la forma y procesos que establece la Ley Orgánica de la Contraloría General del Estado.

Adicionalmente al control señalado en los párrafos anteriores, existe el control ciudadano del quinto poder del Estado, creado en la constitución del año 2008.

La Función de Transparencia y Control Social, que es la que realiza la veeduría ciudadana de las entidades y organismos del sector público y de las personas naturales o jurídicas del sector privado que presten servicios o desarrollen actividades de interés público, para que los realicen con responsabilidad, transparencia y equidad. En tal virtud el mencionado poder podrá realizar un control conjunto o separado al que realice la Contraloría General de Estado.

1.2.5 RÉGIMEN ECONÓMICO Y PATRIMONIO

La Ley de la materia en resumen manifiesta, que “*constituye patrimonio de las Empresas Públicas todas las acciones, participaciones, títulos habilitantes,*

²⁶ ART.3; LEY ORGANICA DE LA CONTRALORIA GENERAL DEL ESTADO; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito-Ecuador; 2009.

bienes tangibles e intangibles y demás activos y pasivos que posean tanto al momento de su creación como en el futuro.”²⁷

De la misma manera la Ley plantea como principio general que estas empresas deberán propender que a través de las actividades económicas que realicen se generen excedentes o superávit, los que servirán para el cumplimiento de los fines y objetivos previstos de su creación.

El Directorio establecerá el porcentaje destinado al presupuesto de inversión y reinversión que le permita a la Empresa Pública, sus subsidiarias, filiales, agencias, unidades de negocio cumplir con su Plan Estratégico y Planes Operativos y asegurar su vigencia y participación en el mercado de su sector.

En cuanto al reparto de excedentes, aquellos que correspondan a la participación de la Empresa Pública, observarán los principios y normas previstos en el artículo 315 de la Constitución de la República, es decir se destinarán a la inversión y reinversión en las mismas empresas, sus subsidiarias, relacionadas o asociadas, en niveles que garanticen su desarrollo.

Los excedentes que no fueran invertidos o reinvertidos se transferirán al Presupuesto General del Estado para que sean utilizados en los fines que la Función Ejecutiva considere pertinente, con excepción de los correspondientes a los gobiernos autónomos descentralizados que de conformidad a lo dispuesto en el artículo 292 de la Constitución de la República, se considerarán recursos propios que se integrarán directamente al presupuesto del gobierno autónomo descentralizado correspondiente.²⁸

²⁷ ART.38; LEY ORGANICA DE EMPRESAS PÚBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2009.

²⁸ ART.39; LEY ORGANICA DE EMPRESAS PÚBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2009.

Las Empresas Públicas estarán exoneradas del pago de impuestos conforme la Ley de Régimen Tributario Interno y demás leyes de naturaleza tributaria.²⁹

1.3 BIENES DE LA EMPRESA PÚBLICA

1.3.1 NATURALEZA DE LOS BIENES PÚBLICOS

Según lo señalado en el capítulo anterior, el patrimonio de la Empresa Pública está compuesto de todas las acciones, participaciones, títulos habilitantes, bienes tangibles e intangibles y demás activos y pasivos que posean tanto al momento de su creación como en el futuro.

El artículo 4 de la Ley de Empresas Públicas establece que dichas entidades pertenecen al Estado y que vienen a ser personas de derecho público, con patrimonio propio, dotadas de autonomía presupuestaria, financiera, económica, administrativa y de gestión. Por tal razón si las Empresas Públicas vienen a ser personas de derecho público, más allá que tengan un patrimonio propio y que tengan autonomía, las consideraremos como parte del sector público, y sus bienes y todo lo que las componen serán de tal naturaleza y su tratamiento será el mismo que para este sector.

Los bienes y/o cosas se dividen en públicos y privados, los primeros pertenecen al Estado y las segundas las que son del dominio de personas particulares. En base al criterio antes expuesto, el autor Juan Fernando Larrea Holguín señala que:

Podría establecerse tantas clases de cosas como diferentes personas existe; pero esta observación no es exacta, ya que la titularidad del dominio no siempre

imprime un carácter o supone un régimen especial en las cosas; en cambio, en el caso del Estado o de las entidades públicas, el régimen de la propiedad adquiere peculiares caracteres que justifican que se hable de cosas públicas, en contraposición de las privadas.

²⁹ ART.41; LEY ORGANICA DE EMPRESAS PÚBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2009.

El Estado u otros entes públicos pueden eventualmente ser propietarios de cosas que no por eso se convierten en públicas. Se tratará entonces de un dominio privado que no altera la naturaleza de las cosas. Solamente cuando la propiedad es un medio para el cumplimiento de los fines propios del Estado u otra entidad pública, puede llamarse propiamente pública dicha propiedad, y las cosas que son su objeto igualmente adquieren el carácter de cosas públicas; de otro modo continúan siendo cosas privadas. En nuestro sistema jurídico se distinguen efectivamente las cosas de uso público y las de patrimonio del estado, así el Código Civil llama “nacionales” en general a los bienes públicos y atribuye su dominio a la Nación. Pero debemos entender que este término se ha empleado en un sentido extensivo; en efecto el sujeto jurídico no es la nación sino el Estado, y a veces, partes del Estado u organizaciones que por su finalidad tendiente al bien común tiene igual carácter público que el Estado tiene cuanto a la denominación de bienes fiscales, que se reserva para los bienes patrimoniales. Los bienes nacionales cuyo uso no pertenece generalmente a todos los habitantes se llaman bienes del Estado o bienes fiscales.³⁰

De acuerdo con el pensamiento del autor colombiano Luis Guillermo Velásquez:

Un Código Civil tiene como objeto de estudio las cosas privadas y es por tanto anti técnico que se ocupe en las públicas cuyo contorno analítico pertenece al derecho público. Las disposiciones relativas al dominio público no encajan realmente en un Código Civil, que debe tener por objeto propio el derecho privado y que, en cuanto a la propiedad, debe ocuparse, sobre todo, de la que pertenece a los particulares.

El legislador civil toca en forma tangencial los bienes de uso público del Estado con el único propósito de inculcar en los particulares que la

³⁰ LARREA HOLGUIN Juan , Manual elemental de derecho civil en el Ecuador, Séptima edición, 2005, Quito-Ecuador, pag.33-37

propiedad de todos es diferente de la privada y apenas menciona unas características generales de tales bienes, que hoy son compartidas y profundizadas por la legislación de derecho público. Es oportuno también anotar que el Estado a veces obra como si fuera un propietario particular, como ocurre con los bienes fiscales, y se afirma entonces la existencia de un dominio privado del Estado diferente del dominio público que determina la aplicación de normas civiles y públicas.³¹

El autor Guillermo Velázquez realiza la siguiente clasificación en cuanto a bienes del Estado:

1. Bienes de Uso Público.- Son aquellos que están en cabeza de la nación o de otros entes estatales y cuyo uso pertenece a todos los habitantes, como las calles, plazas, puentes y caminos. Dos criterios sirven, de acuerdo con la ley, para calificar un bien como de uso público: a) Que pertenezca a una entidad de derecho público y b) Que sean destinados al uso común de los habitantes.

Los bienes de uso público se clasifican en:

- *Bienes de uso público marítimo: El mar territorial, comprendido por una legua marina, medida desde la línea de más baja marea.*
- *Bienes de uso público terrestre: Como calles, plazas, puentes, caminos públicos.*
- *Bienes de uso público fluvial y lacustre: Los ríos y todas las aguas que corresponden por el territorio nacional en cauces naturales o no.*
- *Los humedales:*
- *Bienes de uso público aéreo: El espacio en el cual se presentan fenómenos como las ondas telegráficas, la energía solar, las ondas de televisión y en general las comunicaciones a través de ondas.*

³¹ VELÁSQUEZ JARAMILLO Luis Guillermo, Bienes, Bogotá-Colombia, 2004, pag. 53

2. Bienes Fiscales.- *Son aquellos que tiene el Estado por medio de sus entes territoriales, con semejante tratamiento al de la propiedad privada o particular. Su uso generalmente no pertenece a todos los habitantes.* ³²

Como se menciona en líneas anteriores y de acuerdo al pensamiento de varios autores, los bienes públicos particularizados en de uso público y fiscales, son diferentes en cuanto a tratamiento y naturaleza de los privados, que incluso en el Código Civil existe una muy breve mención de los mismos en los artículos 604 al 621.

1.3.2 CARACTERÍSTICAS DE LOS BIENES PÚBLICOS

Una vez sentado los antecedentes en cuanto a los bienes de uso público y fiscales, en el presente subcapítulo se analizará las características de los mismos:

Los bienes de uso público y/o nacionales:

- a) *Su uso corresponde a todos los habitantes: Los habitantes tiene sobre estos un uso general, más frecuente y directo. El uso de todos surge del derecho de asociación consagrado en el Constitución Política. No son transmisibles, ni por sucesión ni son enajenables, ya que cada habitante del territorio lo tiene como un derecho natural.*
- b) *Son bienes que están en cabeza del Estado: Es decir que la propiedad debe estar respaldada por un título de dominio y a favor de la nación misma, pues la sola afectación de un inmueble propiedad de un particular a un servicio público no es ni puede ser título de uso público a favor de la nación, por ende el Estado ejerce la propiedad sobre esos bienes con base en el dominio eminente que tiene sobre el territorio nacional. El estado ejerce sobre ellos una reglamentación de uso, a diferencia de los bienes fiscales que si hacen parte del dominio patrimonial del estado.*

³² VELÁSQUEZ JARAMILLO Luis Guillermo, Bienes, Bogotá-Colombia, 2004, pag. 63-70

- c) *Son inalienables e imprescriptibles: Sobre ellos no se admite la posesión ya que con ello se paraliza o interfiere un servicio público ni se pueden vender, permutar, donarse, hipotecarse, ni darse en usufructo ni constituir servidumbres pasivas a favor de particulares; sin embargo el Estado por medio de la desafectación, cuando el bien ya no presta un servicio público puede enajenarlo como bien fiscal. Los bienes de uso público son un derecho de interés colectivo, cuya violación hace sujeto pasivo de la acción al particular, persona jurídica o natural, o aún a la misma entidad pública encargada de la vigilancia del bien de uso público.*
- d) *Son inembargables: Su no comercialización y la perturbación que puede ocasionar en un servicio público impiden su embargo o secuestro, al amparo de las características de inajenables e imprescriptibles.*³³

El autor chileno Luis Solar, manifiesta que:

*Hallándose enteramente substraídos al régimen de la propiedad privada, los bienes nacionales de uso público, no pueden constituir derechos reales, el uso y goce o sea el aprovechamiento de esos bienes en los fines a que se hallan aplicados de que todos los habitantes son llamados a participar: y en que sería contrario a su misma aplicación que les da el carácter de bienes nacionales de uso público, la constitución de un derecho exclusivo a favor de una persona determinada. El derecho que tienen los particulares al uso de los bienes públicos no es un derecho patrimonial*³⁴.

El autor Néstor Musto comenta respecto a la clasificación de los bienes en la legislación argentina, definiendo a los bienes nacionales como “*absolutamente*

³³ VELÁSQUEZ JARAMILLO Luis Guillermo, Bienes, Bogotá-Colombia, 2004, pag. 58-61

³⁴ CLARO SOLAR, Luis; Explicaciones de derecho civil chileno y comparado; De los Bienes, tomo sexto, editorial jurídica de Chile, Pag. 243, Santiago, 1992.

inajenables”, es decir que su venta o enajenación fuere expresamente prohibida por la ley.³⁵

Los bienes fiscales:

- a) *Son enajenables: Su enajenación está sometida a los requisitos establecidos en los respectivos códigos o estatutos fiscales de las entidades territoriales, tales como el previo avalúo y la subasta pública.*
- b) *Son embargables: Estos bienes del Estado en virtud de su característica de enajenables pueden garantizar a sus acreedores, aunque indirectamente afecten a un servicio público.*³⁶

Citando nuevamente al autor chileno Luis Solar, este define a los bienes fiscales como aquellos que son del dominio privado del Estado, manifestando:

*Los bienes nacionales cuyo uso no pertenecen a los habitantes, se llaman bienes del Estado o bienes fiscales, lo que importa decir que todos los bienes nacionales que no hayan sido destinados al uso público de todos los habitantes forman parte del dominio privado del Estado, que bajo este aspecto se denomina también fisco.*³⁷

El dominio privado del Estado se compone de toda clase de bienes, muebles o inmuebles, de toda clase derechos reales o personales. El Estado es propietario, acreedor o deudor, lo mismo que los particulares; y sus relaciones jurídicas se rigen, en principio, por las mismas reglas, que gobiernan las relaciones jurídicas de los particulares.

³⁵ MUSTO, Néstor Jorge; Derechos Reales, tomo 2, Editorial Astrea, Buenos Aires, 2007; Pag 127.

³⁶ VELÁSQUEZ JARAMILLO Luis Guillermo, *Bienes, Bogotá-Colombia, 2004, pag. 67-68*

³⁷ CLARO SOLAR, Luis; Explicaciones de derecho civil chileno y comparado; De los Bienes, tomo sexto, editorial jurídica de Chile, Pag. 243, Santiago, 1992;Pag 247.

*Las leyes y reglamentos orgánicos designan los funcionarios o agentes administrativos encargados de administrar, adquirir y enajenar sus bienes; pero en principio, está gestión de los patrimonios de los particulares. Sometidos así al derecho común, los bienes que forman el dominio privado del Estado se diferencian de los bienes que constituyen su dominio público en que son comerciables, y por lo mismo, enajenables, y prescriptibles.*³⁸

El autor argentino Néstor Musto clasifica a los bienes fiscales en:

*La categoría de bienes que son relativamente inajenables, en virtud que necesitan autorización previa para su enajenación. Los bien del dominio privado del Estado son susceptibles de enajenación una vez cumplidos los trámites administrativos correspondientes, por lo que constituye inútil exceso hablar de inajenabilidad relativa allí donde sólo se presenta la necesidad de cumplir el debido proceso legal para ejecutar los actos de disposición sobre tales cosas.*³⁹

1.3.3 GARANTIAS Y TRANSFERENCIA DE DOMINIO DE LOS BIENES DE LA EMPRESA PÚBLICA

Una Empresa Pública conforme a su definición es un ente independiente de derecho público, la cual prestará servicios a particulares con el fin de cubrir las necesidades de aquellos sectores estratégicos a los cuales el Estado no puede cubrir. Por tal razón si las Empresas Públicas vienen a ser personas de derecho público, más allá que tengan un patrimonio propio y que tengan autonomía, se consideran como parte del sector público, y sus bienes y todo lo que las componen serán de naturaleza pública y su tratamiento será el mismo que para este sector. En tal virtud hay que reconocer que tipo de bienes la compondrán y con qué criterio podrán disponerse de éstos.

³⁸ CLARO SOLAR, Luis; Explicaciones de derecho civil chileno y comparado; De los Bienes, tomo sexto, editorial jurídica de Chile, Pag. 243, Santiago, 1992;Pag 249

³⁹ MUSTO, Néstor Jorge; Derechos Reales, tomo 2, Editorial Astrea, Buenos Aires, 2007; Pag 128.

1.3.3.1 Transferencia de dominio de los bienes de la Empresa Pública

En líneas generales y una vez citados algunos autores, sería factible la transferencia de dominio, a excepción de los bienes nacionales que son inajenables y por las razones descritas anteriormente no forman parte del comercio, y únicamente podrían ser concesionados para su explotación siguiendo el proceso legal pertinente.

La Empresa Pública podrá estar conformada tanto de bienes muebles como de inmuebles, y a su vez podrá concesionar bienes nacionales en casos específicos, siendo en el primer caso los bienes denominados fiscales y/o de naturaleza privada del Estado, los cuales pueden ser enajenables siguiendo los reglamentos que apliquen para la transferencia de dominio.

El Reglamento General Sustitutivo para el Manejo y Administración de Bienes del Sector Público, establece el procedimiento para la transferencia de dominio de bienes muebles e inmuebles de naturaleza pública, incluyendo dentro de esta regulación a los de la empresa estatal. Así este reglamento prevé que se vendan los bienes públicos únicamente cuando estos sean considerados inservibles, y mediante un avalúo y proceso de remate.

Ahora si la transferencia de dominio de bienes públicos es válida, cabe analizar la posibilidad de transferir bienes muebles/inmuebles o activos de naturaleza pública a un patrimonio autónomo, es decir a un fideicomiso, para que se cumpla con un fin determinado.

El artículo 115 de La Ley de Mercado de Valores establece en su primera parte que pueden actuar como constituyentes de fideicomisos mercantiles las personas públicas refiriéndose que se sujetarán al reglamento especial que para el efecto expedirá el C.N.V.

En líneas generales sería factible la transferencia de bienes muebles e inmuebles a un fideicomiso, lo cual interesa respecto a la titularización de activos de la Empresa Pública, lo que se analizará más a profundidad en el siguiente capítulo, al amparo del Reglamento expedido por el Consejo Nacional de Valores y considerando lo que envuelve a la Empresa Pública.

1.3.3.2 La Constitución de garantías sobre bienes de la Empresa Pública

El hablar de garantías constituye un concepto muy amplio en cuanto las interpretaciones pueden ser distintas. En el presente caso se refiere como garantías al negocio jurídico que pretende dar seguridad al cumplimiento de una obligación, así por ejemplo en el caso que una Empresa Pública se comprometa al pago de una deuda, y esta incumpla la misma, se pueda garantizar su cumplimiento mediante garantías reales o personales, recayendo las primeras sobre bienes y las segundas sobre una persona.

Para descubrir si cabe o no la constitución de garantías, es importante como primer punto recapitular las consideraciones expuestas en el capítulo anterior respecto a los bienes públicos, en cuanto por razones obvias los bienes nacionales o de uso público jamás podrán constituir garantías reales sobre una deuda que adquiera una Empresa Pública, al ser considerados bienes que están fuera del comercio. En tal virtud, una vez descartados los bienes nacionales, queda el análisis si caben respecto a bienes fiscales o de dominio privado del Estado, toda vez que conforme a la ley y a la doctrina son parte del comercio, enajenables y con tratamiento de derecho común.

A criterio del investigador, los bienes fiscales pudieran ser objeto de garantías reales sobre deudas adquiridas por parte de una Empresa Pública, así sus edificios, sus vehículos, su maquinaria y demás activos que conformen su patrimonio.

En teoría sería viable, pero revisando nuestra legislación, el Código de Planificación y Finanzas Públicas en su artículo 130 establece una prohibición expresa de “*comprometer rentas, activos o **bienes** de carácter específico del sector público*”⁴⁰, por lo que fuera imposible constituir una garantía real, ya que se comprometerían dichos bienes, a lo que deja abierto el debate que, si los bienes fiscales son parte del comercio, cual es el alcance del artículo antes mencionado.

⁴⁰ ART. 130. CODIGO ORGANICO DE PLANIFICACIÓN Y FINANZAS PUBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2010.

Al inicio de este subcapítulo se habló también de garantías personales, en las cuales un tercero, es decir una persona garantiza la deuda, y en el presente caso respecto a las Empresas Públicas, ese tercero podría ser el Estado a través del Ministerio de Economía y Finanzas mediante una garantía llamada soberana, la cual se establece en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas en su artículo 146, con la excepción que:

En ningún caso se otorgará garantías por parte del Estado o de sus entidades a favor de personas naturales o jurídicas de derecho privado, inclusive las que no tengan finalidad de lucro, a menos que se trate de la banca pública y aquellas empresas de derecho privado con al menos un 70% de acciones del Estado⁴¹.

En tal virtud la Ley no prevé la posibilidad que se constituyan garantías reales o personales a favor de particulares para garantizar obligaciones de entidades del sector público, y menos aún garantía soberana, a excepción que se trate de banca pública o empresas mixtas.

1.4 FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA PÚBLICA

1.4.1. FORMAS DE FINANCIAMIENTO

Conforme se manifestó en la introducción del presente trabajo, la Empresa Pública tiene distintas formas de financiamiento, las cuales se encuentran descritas de forma expresa en el artículo 42 de su Ley de creación. Entre las formas de financiamiento de las cuales pueden optar, tienen:

- Los ingresos provenientes de la comercialización de bienes y prestación de servicios así como de otros emprendimientos: Obviamente la primera forma de financiamiento de las Empresas Públicas deberá ser lo que ellas mismas produzcan, y en caso de tener una alta rentabilidad no requerirán de la ayuda de financiamiento de terceros.

⁴¹ ART. 146. CODIGO ORGANICO DE PLANIFICACIÓN Y FINANZAS PUBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2010.

- Rentas de cualquier clase que produzcan los activos, acciones, participaciones: En este caso la Empresa Pública se podrá financiar negociando en mercado secundario aquellas acciones o participaciones que adquiriera en el Mercado de Valores, es decir por la rentabilidad que obtenga de la reventa de dichos bienes.
- Acceso a los mercados financieros, nacionales o internacionales, a través de emisión de obligaciones, titularizaciones, contratación de créditos: Este inciso es el que interesa y es el objeto de la presente investigación.
- Beneficio de garantía soberana: Es la ayuda directa por parte del Estado.
- Inyección directa de recursos estatales, reinversión de recursos propios: Esta inyección consiste en que el Estado con el fin de apoyar a la Empresa Pública, y teniendo en cuenta cual es el fin para el cual se crean las mismas, apoya con recursos económicos para su perfecto funcionamiento.

1.4.2 DEL ENDEUDAMIENTO Y SUS LÍMITES

La Empresa Pública tiene la facultad de endeudarse y obviamente tendrá sus límites al igual que una persona privada, con el fin que se endeude hasta por un monto por el que pueda responder.

El artículo 44 de la Ley Orgánica de Empresas Públicas hace mención al límite del endeudamiento de la misma, el cual se sujetará a las políticas que emita el Comité de Deuda Pública y a los requisitos y límites legales que permitan mantener niveles de endeudamiento acordes a la capacidad real de pago.

El endeudamiento público se encuentra establecido a nivel constitucional, lo cual refuerza lo establecido en la Ley Orgánica de Empresas Públicas, así el artículo 289 de la Constitución de la República del Ecuador establece en resumen que: la contratación de deuda de entidades estatales será autorizada por un comité de deuda y financiamiento de acuerdo con la ley, paralelamente a que el poder ciudadano lo vigile y audite.

Adicionalmente al mencionado artículo, es importante mencionar que el endeudamiento público se permitirá pero, respetando siempre las directrices que establece el artículo 290 de la Constitución, las cuales serán:

1. *Se recurrirá al endeudamiento público solo cuando los ingresos fiscales y los recursos provenientes de cooperación internacional sean insuficientes.*
2. *Se velará para que el endeudamiento público no afecte a la soberanía, los derechos, el buen vivir y la preservación de la naturaleza.*
3. *Con endeudamiento público se financiarán exclusivamente programas y proyectos de inversión para infraestructura, o que tengan capacidad financiera de pago. Sólo se podrá refinanciar deuda pública externa, siempre que las nuevas condiciones sean más beneficiosas para el Ecuador.*
4. *Los convenios de renegociación no contendrán, de forma tácita o expresa, ninguna forma de anatocismo o usura.*
5. *Se procederá a la impugnación de las deudas que se declaren ilegítimas por organismo competente. En caso de ilegalidad declarada, se ejercerá el derecho de repetición.*
6. *Serán imprescriptibles las acciones por las responsabilidades administrativas o civiles causadas por la adquisición y manejo de deuda pública.*
7. *Se prohíbe la estatización de deudas privadas.*
8. *La concesión de garantías de deuda por parte del Estado se regulará por ley.*

9. La Función Ejecutiva podrá decidir si asumir o no asumir deudas de los gobiernos autónomos descentralizados.⁴²

1.4.3. PROCEDIMIENTOS DE FINANCIAMIENTO Y ENDEUDAMIENTO

Como se expresa en los puntos anteriores, las Empresas Públicas pueden acceder a distintos tipos de financiamiento, siendo el que interesa y es objeto de la presente investigación aquel que se realiza en el mercado de valores a través de emisión de obligaciones y titularización de activos.

El Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas es la normativa encargada de regular y planificar el endeudamiento público, estando dentro de dicha regulación las Empresas Públicas.

De conformidad con la ley antes señalada, el financiamiento procederá únicamente para:

1. Programas.
2. Proyectos de inversión:
 - 2.1 para infraestructura; y,
 - 2.2 que tengan capacidad financiera de pago.
3. Refinanciamiento de deuda pública externa en condiciones más beneficiosas para el país.

Ya en lo que respecta al procedimiento, para que una Empresa Pública pueda financiarse, la prioridad en este caso deberá ser emitida por el directorio en su calidad de máximo órgano de administración.

Esta prioridad debe ser calificada por el Comité de Deuda y Financiamiento el cual en observancia de la Constitución de la República y la legislación pertinente, previo el análisis de los términos financieros y estipulaciones

⁴² ART 290; CONSTITUCIÓN DE LA REPÚBLICA DEL ECUADOR; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito – Ecuador; 2008.

contenidas en los instrumentos respectivos, autorizará mediante resolución la contratación o novación de operaciones de endeudamiento público en el Presupuesto General del Estado, cualquiera sea la fuente de endeudamiento, con la garantía del Estado cuando fuere pertinente.

Este Comité de Deuda y Financiamiento será corresponsable de las condiciones financieras de los procesos de endeudamiento que apruebe.

El Comité para la aprobación de endeudamiento, verificará:

1. Que con la operación no se exceda el límite de endeudamiento previsto en la ley, ni el fijado por la Asamblea Nacional, para el respectivo ejercicio fiscal anual.
2. Que el endeudamiento público sea sostenible y conveniente al Estado en términos del perfil de vencimiento de la deuda y/o de la tasa de interés de la deuda y de las condicionalidades aplicables al endeudamiento.

1.4.4 LA IMPORTANCIA Y NECESIDAD DE LA PARTICIPACIÓN DE LA EMPRESAS PÚBLICAS EN EL MERCADO DE VALORES.

El Estado es por naturaleza el principal actor en la economía de un país, sin que en el Ecuador sea la excepción, puesto que más allá de los recursos que obtiene por ingresos de recaudación fiscal, remesas, exportaciones, etc, requiere también de medios de financiamiento para cumplir sus fines.

Como se menciona en líneas anteriores, el Estado ha sido un participante activo en el Mercado de Valores, emitiendo bonos de deuda pública, títulos de crédito, negociando acciones de sociedades anónimas en el mercado secundario, etc. Sin embargo la mayor participación del Estado en el Mercado de Valores ha sido en calidad de inversionista, comprando acciones y obligaciones con el fin de invertir su capital de la mejor manera.

Tener al Estado como participante generaría grandes ventajas para el mercado y para la economía del país, es por tal razón que las Empresas Públicas deberían tener una mayor participación en las Bolsas de Valores, optando

como un medio de financiamiento ágil e idóneo con el fin que todo el mercado salga ganando.

Las Empresas Públicas generan y poseen grandes recursos al ser parte del Estado, y su participación haría atractivo al mercado en virtud de lo que estas significan y representan, lo que impulsaría a los particulares a invertir en compra de obligaciones, papel comercial, o títulos representativos de un proceso de titularización.

Es por lo antes expuesto que se debe analizar los procedimientos y la normativa existente para la Empresa Pública, considerando el fondo del asunto, y si en realidad es viable o no los procesos para el Estado a través de sus empresas, ya que en sí, al hablar de emisión de obligaciones y titularización de activos, nos referimos a una forma de endeudamiento con particulares y el comprometimiento de bienes públicos.

La participación de la Empresa Pública es necesaria ya que sería beneficiosa para el mercado, por lo que el objeto de la presente investigación es resolver todas las interrogantes que existen atrás de la emisión de obligaciones y la titularización de activos de la misma, con el fin de analizar los problemas jurídicos que se puedan presentar y plantear posibles soluciones al tema.

CAPÍTULO 2

DE LA EMISION DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS E IDENTIFICACION DE LA PROBLEMÁTICA

2.1 DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE EMPRESAS PÚBLICAS

2.1.1 NATURALEZA Y FINALIDAD DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS

Como se revisó en el capítulo anterior, la emisión de obligaciones es un medio de financiamiento que se lo realiza a través del Mercado de Valores por el cual se emiten valores representativos de deuda, amparados con garantía general o específica, a un determinado interés y plazo, y se los ofrece en el mercado de valores mediante oferta pública.

Arrillaga, refiriéndose a obligaciones, define emisión como: *“negocio complejo que consiste en la creación de unos títulos de crédito y en su colocación en el mercado”*⁴³. Fernando Sánchez Calero define o caracteriza a las emisiones como *“negocios fundamentales del mercado primario”*⁴⁴. Garrigues enuncia un doble concepto de emisión, referido a acciones, pero generalizable: *“Acto de ofrecerlas a determinadas personas o al público en general”* y *“conjunto de operaciones que tiene por finalidad introducir las acciones en el tráfico”*⁴⁵.

Respecto a las Empresas Públicas, estas están facultadas para obtener el financiamiento antes mencionado, en virtud de lo establecido en el artículo 42 de la Ley de la materia, que expresamente señala:

⁴³ ARRILLAGA JOSE IGNACIO; La emisión de obligaciones y la protección de los obligacionistas. Edersa. 1952. Pág. 20.

⁴⁴ SANCHEZ CALERO FERNANDO; Instituciones del Derecho Mercantil, 16 edición, Pag. 500.

⁴⁵ GARRIGUES; Tratado de Derecho Mercantil, Tomo I. Vol. 2. Revista de Derecho Mercantil. Pag. 852.

*Las Empresas Públicas sus subsidiarias y filiales podrán adoptar las formas de financiamiento que estimen pertinentes para cumplir sus fines y objetivos empresariales, tales como: ingresos provenientes de la comercialización de bienes y prestación de servicios así como de otros emprendimientos; rentas de cualquier clase que produzcan los activos, acciones, participaciones; acceso a los mercados financieros, nacionales o internacionales, **a través de emisión de obligaciones, titularizaciones,** contratación de créditos; beneficio de garantía soberana; inyección directa de recursos estatales, reinversión de recursos propios; entre otros. Para el efecto se requerirá la resolución favorable del Directorio de la empresa y el cumplimiento de los requisitos previstos en esta y otras leyes, así como en la normativa aplicable, en función de la naturaleza del financiamiento al que se acceda.*⁴⁶

La emisión de obligaciones surge de la necesidad de la Empresa Pública de financiarse a través de un medio alternativo a las instituciones financieras. Su finalidad, según lo establece el artículo 160 de la Ley de Mercado de Valores es para el cumplimiento de ciertas actividades específicas, las cuales deben mencionarse en el contrato de emisión y en la oferta pública de valores.

Al hablar de la Empresa Pública, se basa en el principio que en derecho público se puede hacer únicamente lo que está permitido por la Ley, por lo que de esta manera solo podrán financiarse para cumplir con los fines establecidos en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas y al amparo de lo establecido en el artículo 290 de la Constitución, es decir para:

1. Programas.
2. Proyectos de inversión:
 - 2.1 para infraestructura; y,
 - 2.2 que tengan capacidad financiera de pago.

⁴⁶ ART.42; LEY ORGANICA DE EMPRESAS PÚBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2009.

3. Refinanciamiento de deuda pública externa en condiciones más beneficiosas para el país.

Las Empresas Públicas, previa la decisión del directorio y la calificación del comité de deuda y financiamiento, emitirán valores representativos de deuda, los cuales se venderán en la bolsa de valores a un determinado interés y plazo, cuyo procedimiento de colocación y garantías se analizará más adelante.

2.1.2 DE LOS PARTICIPANTES EN EL PROCESO Y SU DESIGNACION

Antes de analizar la emisión de obligaciones de la Empresa Pública, es menester conocer quienes participan o están involucrados en el proceso por disposición legal.

En un proceso de emisión de obligaciones están involucradas muchas partes. Obviamente la Empresa Pública en su calidad de emisor; la Superintendencia de Compañías como el organismo de control y la Bolsa de Valores en donde se negociarán los títulos.

2.1.2.1 Del estructurador legal

Una vez que el comité de deuda y financiamiento (organismo de control, del Ministerio de Economía y Finanzas) califica la decisión del directorio de la Empresa Pública de emitir obligaciones (endeudarse), la empresa requerirá de un estructurador legal del proceso, es decir una persona jurídica o natural que tenga experiencia en la estructuración de procesos en el Mercado de Valores.

Para la contratación de los mencionados servicios no existe un reglamento específico enfocado a la Empresa Pública, sin embargo a criterio del investigador se deben remitir al Reglamento para la Contratación de Servicios para Concretar Operaciones de Endeudamiento Público, el cual fue publicado en el registro oficial el 5 de enero del año 2011, que establece en su artículo 15 que dicha normativa determinará la ejecución de los procedimientos de contratación de servicios de asesoría financiera y/o legal, y en su artículo 2 que regulará los procesos de contratación de servicios especializados necesarios para concretar operaciones de endeudamiento público y los servicios

especializados adicionales vinculados con operaciones de endeudamiento público.

Los servicios que se requieren para la estructuración de una emisión de obligaciones son de carácter legal y financiero, y se requiere de la asesoría de un estudio jurídico o una entidad especialista que lo haga.

La mencionada normativa prevé que la contratación de dichos servicios, estarán a cargo de la Comisión Especial, la cual procederá a la contratación siguiendo el proceso que se establece en el artículo 16 del mencionado Reglamento.

2.1.2.2 De la calificadora de riesgos

Como se verá más adelante, en el proceso de emisión de obligaciones se requiere de una calificación de riesgo por parte de una entidad legalmente acreditada para hacerlo, la cual mediante un análisis de la Empresa Pública, sobre su situación financiera, estadísticas, ubicación en el mercado, proyecciones a futuro, riesgos etc, emite una calificación respectiva, sin que la misma influya o no en la aprobación por parte de la Intendencia de Mercado de Valores, la que servirá de referencia a los inversionistas respecto a la rentabilidad y riesgo de la empresa.

Para la contratación de la mencionada calificadora de riesgos se debe remitir al título VII, capítulo II, sección II de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, que habla de la convocatoria, calificación y selección de casas de valores, calificadoras de riesgo y administradoras de fondos y fideicomisos para el sector público.

El artículo 4 del mencionado título expresa que la contratación de la Calificadora de Riesgo estará a cargo del correspondiente comité de la entidad del sector público, de acuerdo a sus propias normas, en el presente caso de la Empresa Pública se tratará del Directorio.

Se realizará una convocatoria para la calificación y selección de la calificadora de riesgos, a través de una publicación en un diario de

amplia circulación nacional, por tres días consecutivos, en la cual se especificará las características de la futura contratación.

Las calificadoras de riesgo deberán presentar:

- 1. Costo o tarifa por los servicios de la calificación.*
- 2. Detalle de las calificaciones efectuadas en el último año.*

Una vez presentada la información antes indicada, en base a criterios de capacidad jurídica de la entidad para prestar el servicio, capacidad técnica, económica y operativa y demás, seleccionará la Calificadora de Riesgo más adecuada.⁴⁷

2.1.2.3 Del representante de obligacionistas

Este participante constituye uno de los actores más importantes dentro de la emisión, ya que es quien supervisa y vigila que el emisor cumpla efectivamente con sus obligaciones y pague los títulos de deuda e intereses en las fechas a las que se comprometió.

Conforme lo define el artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores:

El representante de obligacionistas es quien tomará a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente correspondan a los obligacionistas (inversionistas) durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total, dicho representante quedará sujeto a la supervisión y control de la Superintendencia de Compañías, en cuanto a su calidad de representante.⁴⁸

Adicionalmente, el Representante de Obligacionistas es quien suscribe el contrato de emisión, conjuntamente con el emisor, pudiendo ser objeto de

⁴⁷ ART. 4; TITULO VII, CAPITULO II, SECCION II DE LA CODIFICACION DE RESOLUCIONES EXPEDIDAS POR EL CONSEJO NACIONAL DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2007.

⁴⁸ ART 165; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

sanciones en caso de no cumplir adecuadamente sus obligaciones establecidas en el artículo 167 de la Ley de Mercado de Valores.

En virtud de la importancia que tiene este actor en el proceso, es menester conocer como una Empresa Pública realizará la contratación del mismo.

Este Representante defiende y protege los derechos de los inversionistas, vigilando durante todo el proceso que el emisor cumpla efectivamente sus obligaciones, principalmente el pago de la deuda, razón por la cual su función no está relacionada con la prestación de un servicio directo a la Empresa Pública, y su contratación no se prevé en la Ley de Mercado de Valores para el sector público.

Como se pudo ver, existe un reglamento específico para la contratación de servicios para operaciones de endeudamiento público del Estado, y en cuanto al representante de obligacionistas, al no existir una disposición específica, se debe sujetar al proceso de contratación establecida en la ley para tal sector.

La Ley Orgánica del Sistema Nacional del Sistema de Contratación Pública y su Reglamento, establece los procedimientos específicos para la contratación con el Estado (Empresa Pública), a lo cual no es tan sencillo encajarlo en algún tipo de procedimiento particular, debido a los servicios que presta. El artículo 92 del Reglamento se refiere al procedimiento para la contratación de asesoría y patrocinio jurídico, el que no sería el aplicable, en vista que se refiere aquella asesoría jurídica y patrocinio legal a favor de cualquier entidad pública, lo que no sucede en el presente caso, ya que más allá que los contrate la Empresa Estatal, los servicios serán para los particulares, es decir a favor de los inversionistas.

En opinión del investigador la contratación del Representante de Obligacionistas sería mediante prestación de servicios profesionales, con la particularidad de ser de carácter de NO NORMALIZADO (aquellos servicios no estandarizados u homologados). En tal virtud considera que la contratación será la de menor o ínfima cuantía, conforme lo establecido en el artículo 51 de

la Ley Orgánica del Sistema Nacional del Sistema de Contratación Pública, y según el artículo 58 del Reglamento.

En el caso que la contratación de dichos servicios supere el 0,000002 del Presupuesto General del Estado y que no sea mayor del 0,000015; se podrá optar por el proceso de contratación de cotización directa o de menor cuantía, conforme lo establecido en el artículo 50 de la Ley Orgánica del Sistema Nacional del Sistema de Contratación Pública.

2.1.2.4 De la casa de valores

Las casas de valores desempeñan un papel muy importante dentro de un proceso de emisión, en virtud que son las encargadas de colocar las obligaciones, es decir los títulos en el mercado, para que estos sean comprados por los particulares conforme al cronograma que se establezca en la oferta pública.

En el caso de la Empresa Pública, al ser una entidad estatal, esta puede optar por realizar la colocación de las obligaciones a través de los intermediarios públicos de valores debidamente calificados, conforme lo establecido en el literal b del el artículo 37 de la Ley de Mercado de Valores que de manera expresa lo autoriza.

De ser el caso, la Empresa Pública podrá optar por designar una casa de valores conforme al procedimiento establecido en el título VII, capítulo II, sección II de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, el cual es muy similar al establecido para las calificadoras de riesgo.

El directorio de la Empresa Pública será quien seleccione a la casa de valores, previa una convocatoria a través de la prensa por 3 días y adicionalmente a través de comunicaciones dirigidas a las bolsas de valores del país con el objeto de que éstas lo pongan en conocimiento de todos sus miembros.

Las casas de valores interesadas deberán presentar la siguiente información:

1. *Volumen de negociaciones bursátiles del último año.*
2. *Cumplimiento de los parámetros de liquidez, endeudamiento, y portafolio en el último año anterior a la convocatoria.*
3. *Certificación conferida por la bolsa de valores donde tiene membresía que acredite su calidad de miembro y que no ha sido sancionada durante los últimos 12 meses.*
4. *Contrato que acredite a los consorcios de casas de valores, sin perjuicio de que cada casa de valores con la presentación de la documentación contemplada en los numerales precedentes.”*

Una vez que las casa de valores han presentado la información correspondiente, el directorio seleccionará a la que considere más adecuada. Se deberá tomar en cuenta el domicilio principal de las casas de valores, conforme a las regiones del país, de conformidad con la Ley de Descentralización y Participación Social, con el fin de preservar un mercado competitivo que evite prácticas monopólicas.

2.1.2.5 Del agente pagador

El Agente Pagador es quién se encargará de realizar los pagos de capital e intereses a los inversionistas, en los plazos y fechas establecidos en la oferta pública. La Ley de Mercado de Valores establece que podrá ser una institución financiera, incluso el emisor, y según las nuevas disposiciones legales lo podrá ser también el Depósito Centralizado de Valores DECEVALE.

Cabe resaltar que lo antes expuesto es la regulación que encaja a los particulares; en el presente caso, al hablar de una entidad estatal, el agente pagador por disposición legal, deberá ser el Banco Central del Ecuador, según lo establece el artículo 75 de la Ley Orgánica de Régimen Monetario y Banco del Estado.

Para la contratación de las casas de valores y de la calificadora de riesgos el artículo 41 de la Ley de Mercado de Valores señala:

*Ni se sujetarán a las disposiciones de la Ley de Contratación Pública, ni requerirán de los informes del Procurador General del Estado, ni del Contralor General del Estado; sin embargo estos funcionarios, serán informados, por parte del Superintendente de Compañías, de todas las operaciones que sean de su conocimiento.*⁴⁹

2.1.3 DEL PROCEDIMIENTO

2.1.3.1 La decisión de emitir obligaciones por parte de le Empresa Pública

La decisión de emitir obligaciones nace de una necesidad por parte de la entidad estatal, y en vista que se trata de una forma de endeudamiento amparada constitucional y legalmente, deberá realizarse únicamente para aquellos fines establecidos en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, es decir para: Programas y Proyectos de inversión, para infraestructura, y siempre y cuando la Empresa Pública tenga capacidad financiera de pago.

La decisión de financiarse a través de la emisión de obligaciones, deberá nacer obviamente de su máximo órgano de administración, el cual viene a ser el Directorio, quien deberá analizar la prioridad de emitir obligaciones o no conjuntamente con su estructurador.

Esta decisión se la tomará analizando cual será la finalidad de la emisión de obligaciones, es decir en que se utilizarán los recursos que se obtengan. Adicionalmente a decidir para que se utilizaran los fondos que se obtengan, el directorio deberá especificar cuál será el monto de endeudamiento, a que plazo se pagará, si se emitirá papel comercial u obligaciones, entre otras.

Una vez realizado este análisis, emitirán el respectivo informe, que se remitirá al Comité de Deuda y Financiamiento, quienes calificarán la posibilidad de que realicen la emisión de obligaciones, analizando eso sí, ciertos factores

⁴⁹ ART. 41; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

económicos, y lo más importante que no superen el límite de endeudamiento establecido anualmente por parte de la Asamblea Nacional.

El Comité de Deuda y Financiamiento mediante la resolución respectiva deberá calificar y aprobar la intención de endeudamiento de la Empresa Pública, la cual junto con el acta de directorio, constituirán los documentos válidos para dar inicio al proceso.

2.1.3.2 Estructuración del proceso

Una vez aprobada la emisión de obligaciones, se dará inicio al proceso, para lo cual se requerirá los servicios de una persona jurídica o natural, especialista en la materia, para que asesore a la Empresa Pública en la estructura de la emisión. Dicha contratación se la realizará conforme lo establecido en el Reglamento para la Contratación de Servicios para Concretar Operaciones de Endeudamiento Público descrita en el punto 2 del presente capítulo.

El estructurador legal será quien se encargue de asesorar a la Empresa Pública respecto a la posibilidad de emitir o no obligaciones, y como se realizará el proceso hasta poder colocar los títulos representativos de deuda en la Bolsa de Valores.

Una vez que se cuente con el acta de directorio y la autorización por parte del Comité de Deuda y Financiamiento, se deberá proceder a la suscripción del contrato de emisión, al cual comparecerá el representante de obligacionistas y el emisor. Para el caso de emisión de obligaciones a largo plazo, la suscripción del contrato se la deberá realizar obligatoriamente mediante escritura pública.

El contrato de emisión contendrá un detalle pormenorizado de la estructura, siendo lo más importante: Términos y condiciones de la emisión, monto, unidad monetaria en que ésta se exprese, rendimiento, plazo, garantías, sistemas de amortización, sistemas de sorteos y rescates, lugar y fecha de pago, series de los títulos, destino detallado y descriptivo de los fondos a captar; Indicación de la garantía específica de la obligación y su constitución si la hubiere; Limitaciones del endeudamiento a que se sujetará la compañía emisora;

Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones a que se sujetará el emisor mientras esté vigente la emisión. La defensa de los intereses de los tenedores de obligaciones, particularmente respecto a las informaciones que deben proporcionarles en este período; al establecimiento de otros resguardos en favor de los obligacionistas; al mantenimiento, sustitución o renovación de activos o garantías; facultades de fiscalización otorgadas a estos acreedores y a sus representantes; etc.

Adicionalmente como documentación anexa al contrato se deberá adjuntar:

1. Copia certificada del acta de la junta del directorio de la Empresa Pública y de la resolución de calificación del Comité de Deuda y Financiamiento, que resuelve la emisión de obligaciones y las características de la emisión.
2. Nombramiento del representante legal de la Empresa Pública.
3. Convenio de representación, con el nombramiento del representante legal de la persona jurídica designada para actuar como representante de los obligacionistas.

Al tratarse de una entidad pública, podrá obviarse la contratación de la Casa de Valores, y realizar la colocación de valores a través de los intermediarios bursátiles institucionales de otra entidad, eso sí indicando en el contrato de emisión respecto al particular, al igual que el Agente Pagador, que en el presente caso por mandato legal deberá ser el Banco Central de Ecuador.

Una vez suscrito el contrato de emisión con el Representante de Obligacionistas, la Empresa Pública a través de su representante legal deberá solicitar a la Superintendencia de Compañías:

1. Aprobación del contenido del prospecto de oferta pública.
2. Autorización de oferta pública.
3. Inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores.
4. Inscripción del emisor, cuando éste no se halle inscrito.

A la solicitud deberá adjuntar:

1. Escritura de emisión de obligaciones.
2. Prospecto de oferta pública de las obligaciones.
3. Certificados conferidos por el Registrador de la Propiedad y por el Registrador Mercantil, de los cuales se desprenda si sobre los activos de la compañía no pesa algún tipo de gravamen, limitación al dominio, prohibición de enajenar y/o prenda industrial; en relación exclusivamente al monto máximo a ser autorizado para emisiones de obligaciones amparadas con garantía general.
4. Copia de facsímile del valor.
5. Ficha registral, del valor y del emisor, de ser el caso.

Es importante el realizar algunas consideraciones respecto a los puntos que se citan anteriormente.

2. El prospecto de oferta pública consiste en un detalle pormenorizado de la emisión de que se intenta colocar en el Mercado de Valores, la cual para la Empresa Pública deberá contener lo establecido en el artículo 6 de la sección III del Capítulo VII del Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.
3. En cuanto a la certificación del Registrador de la Propiedad o Mercantil, se lo analizará más adelante si cabe, en cuanto a la factibilidad o no de constituir garantías sobre bienes públicos.

Una vez que se presenta la solicitud ante la Superintendencia de Compañías, junto con la documentación requerida legalmente, esta última mediante resolución motivada aprobará o no la emisión de obligaciones de la Empresa Pública. Si la misma resulta favorable se inscribirán los valores y se autorizará la oferta pública de valores, la cual se la realizará a través de la Bolsa de Valores.

2.1.4 DE LAS GARANTIAS

En el punto anterior se describió de manera general el procedimiento para emitir obligaciones por parte de la Empresa Pública, sin entrar en el análisis a profundidad sobre uno de los puntos más importantes del proceso, esto es, las garantías.

En una emisión de obligaciones es requisito obligatorio la constitución de garantías, y así lo podemos percibir en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores que establece:

De la garantía.- Toda emisión estará amparada por garantía general y además podrá contar con garantía específica. Las garantías específicas podrán asegurar el pago del capital, de los intereses parcial o totalmente, o de ambos. **Por garantía general se entiende la totalidad de los activos no gravados del emisor** que no estén afectados por una garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine el C.N.V. Por garantía específica se entiende aquella de carácter real o personal, que garantiza obligaciones para asegurar el pago del capital, de los intereses o de ambos. Admítase como garantía específica, la consistente en valores o en obligaciones ejecutivas de terceros distintos del emisor o en flujo de fondos predeterminado o específico. En estos casos, los valores deberán depositarse en el depósito centralizado de compensación y liquidación; y, de consistir en flujos de fondos fideicomisar los mismos. Si la garantía consistiere en prenda, hipoteca, la entrega de la cosa empeñada, en su caso, se hará a favor del representante de obligacionistas o de quien éstos designen. La constitución de la prenda se hará de acuerdo a las disposiciones del Código de Comercio. El C.N.V., regulará los montos máximos de emisión de obligaciones en relación con el tipo de garantías y determinará qué otro tipo de garantías pueden ser aceptadas.⁵⁰

⁵⁰ ART. 162; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

Al hablar de este tipo de garantía, se entiende como un derecho real que se constituye a favor del Representante de los Obligacionistas, sobre la totalidad de los bienes del emisor, con el fin que estos cubran la deuda adquirida en caso que se presente un incumplimiento de pago por parte del emisor.

Como se puede ver, la Ley dispone que se constituya de manera obligatoria una garantía general sobre todos los activos libres de gravamen de la Empresa Pública. En el presente caso se debe tener en cuenta que compondrán los activos de la misma y si es factible o no conforme a la legislación la constitución de dichas garantías.

Conforme lo manifestado en el capítulo primero de este trabajo, existen distintos tipos de bienes públicos, aquellos de uso público y los bienes fiscales.

Los bienes de uso público tienen la característica principal de estar fuera del comercio, y al no ser parte del mismo, se entiende que no podrán garantizar una deuda. Es importante recapitular los pensamientos de algunos autores ya citados, el autor chileno Luis Solar, manifiesta que:

Hallándose enteramente substraídos al régimen de la propiedad privada, los bienes nacionales de uso público, no pueden constituir derechos reales, el uso y goce o sea el aprovechamiento de esos bienes en los fines a que se hallan aplicados de que todos los habitantes son llamados a participar: y en que sería contrario a su misma aplicación que les da el carácter de bienes nacionales de uso público, la constitución de un derecho exclusivo a favor de una persona determinada. El derecho que tienen los particulares al uso de los bienes públicos no es un derecho patrimonial".⁵¹

El autor Néstor Musto nos comenta respecto a la clasificación de los bienes en la legislación argentina, definiendo a los bienes nacionales como

⁵¹ CLARO SOLAR, Luis; Explicaciones de derecho civil chileno y comparado; De los Bienes, tomo sexto, editorial jurídica de Chile, Pag. 243, Santiago, 1992.

“absolutamente inajenables”⁵², es decir que su venta o enajenación fuere expresamente prohibida por la ley.

No existe en la legislación una disposición específica y particular que hable de las características de los bienes de uso público antes citadas, pero por deducción lógica no es necesario que lo exista, ya que conforme la definición y características de los bienes de uso público que se establecen en el artículo 604 del Código Civil, estos bienes son de toda la nación, y no podrían ser objeto de comercio, siendo por tal razón inalienables e inembargables.

Sin perjuicio que se hable de los bienes de uso público en el Código Civil, no significa que los descritos en dicha normativa sean taxativos, pudiendo existir otros tipos de bienes de tal naturaleza que se describirán en leyes especiales, como por ejemplo el espectro radioeléctrico que es considerado igualmente como un bien de uso público.

*En leyes especiales se hallan otros bienes nacionales estatales, o bienes fiscales; la Ley de Hidrocarburos, señala que el petróleo y el gas natural pertenecen al Estado; la Ley Especial de Telecomunicaciones considera al “espectro radio eléctrico” como un bien estatal; la Ley Agraria confiere al Estado la propiedad de todos los inmuebles que no tengan un dueño particular; la Ley Forestal y de Áreas Naturales y Vida Silvestre confiere al Estado la propiedad de algunos bosques primarios y protectores; la Ley de Aguas, señala que el agua es un recurso natural que pertenece al Estado; la Ley Eléctrica; etc.”*⁵³

Una vez realizada la distinción y descripción de las características de los bienes de uso público, se concluye que es muy difícil que las Empresas del Estado puedan acatar la disposición de constituir garantías generales sobre la totalidad de sus activos libres de gravámenes, según lo establece en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores, en virtud que dichas empresas pueden

⁵² MUSTO, Néstor Jorge; Derechos Reales, tomo 2, Editorial Astrea, Buenos Aires, 2007; Pag 127.

⁵³ EGUIGUREN GENARO; Derecho de Propiedad en el Ecuador; Serie Estudios Jurídicos; Quito-Ecuador, 2008, Pag. 45.

tener dentro de sus activos, bienes de uso público, y conforme la naturaleza antes citada de los mencionados bienes, están fuera el comercio y es totalmente ilógico y válido que estos puedan garantizar una deuda de dichas Empresas.

El problema en la constitución de la garantía general que ampare a la emisión de obligaciones de la Empresa Pública, radica en cuanto a la posibilidad de hacerlo o no respecto a las características de los activos libres de gravamen que posea la empresa, considerando la diferenciación en bienes de uso público y fiscales, o de dominio privado del Estado.

Dentro de los activos de una Empresa Pública, pueden existir bienes que sean considerados de uso público, y es por tal razón que la constitución de una garantía general fuera imposible de aplicar. Como ejemplo imagínese que EP PETROECUADOR desee emitir obligaciones para financiar un proyecto de hidrocarburos, para la importación de maquinaria para mejorar su producción, para lo cual suscribe el contrato de emisión de obligaciones y el prospecto de oferta pública, lo podrá hacer? Aprobará la Intendencia de Mercado de Valores dicho proceso si PETROECUADOR no constituye garantía general sobre sus activos, o si lo hace será válida dicha garantía?, teniendo en cuenta que dentro de sus activos estará la producción de petróleo e hidrocarburos, así como sus derivados, los cuales de conformidad con el artículo primero de la Ley de Hidrocarburos pertenecen al patrimonio inalienable e imprescriptible del Estado.

En conclusión, recordando la finalidad para la cual son creadas las Empresas Públicas, es decir para satisfacer las necesidades de sectores estratégicos, éstas podrán tener dentro de sus activos bienes considerados de uso público, por lo que resultaría totalmente inaplicable para ciertas de estas entidades el constituir una garantía general sobre la totalidad de sus activos, y por tal motivo poder financiarse a través de procesos de emisión de obligaciones en el Mercado de Valores, toda vez que la constitución de la garantía general es un requisito fundamental para optar por dicho proceso.

Teniendo en cuenta el particular puntualizado en el párrafo anterior, más allá de no ser factible la constitución de garantías sobre bienes de uso público, se debe analizar cuál es el tratamiento que se da para aquellos considerados como fiscales, y que por ende pueden ser objeto de comercio.

Algunas Empresas Públicas no tendrán necesariamente bienes nacionales dentro de su activo, hablemos así por ejemplo de la empresa estatal tame, la empresa eléctrica quito, la empresa de correos, entre otras; las cuales poseen bienes dentro de su patrimonio que no serán considerados de uso público, pero que si serán fiscales conforme lo manifiesta la ley.

Así el artículo 604 del Código Civil define en su último párrafo que aquellos *“bienes nacionales cuyo uso no pertenece generalmente a los habitantes se llaman bienes del Estado o bienes fiscales”*.⁵⁴

Analizando la definición del Código Civil, se consideran como bienes fiscales por ejemplo: a las instalaciones de la Empresa Pública, así un edificio, oficinas, vehículos, maquinaria, que forman parte de su activo.

*El Estado, ente de Derecho Público, puede ser sujeto de derechos privados. Son los llamados bienes fiscales, los que constituyen el patrimonio privado del Estado; pertenecen a él en cuanto sujeto de relaciones patrimoniales privadas, para cuyos efectos es llamado “Fisco”. Teóricamente, el régimen jurídico de estos bienes sería el de las normas de derecho privado, sin embargo, siempre se han dictado leyes especiales que reglamenten la adquisición, administración y disposición de estos bienes. Las decisiones que toma el propietario común para administrar su propiedad, se adoptan, respecto de estos bienes fiscales, mediante normas legales y reglamentarias. De esta manera, las disposiciones del Derecho Privado común adquieren sólo un valor supletorio.*⁵⁵

⁵⁴ ART. 604; CODIGO CIVIL; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2005.

⁵⁵ PEÑAILILLO ARÉVALO DANIEL; Los bienes, la propiedad y otros derechos reales, Editorial jurídica de Chile, Santiago-Chile; 1997; Pag. 60.

En concordancia con el párrafo antes citado, se debe ubicar en el ámbito legal del Ecuador respecto a este tipo de bienes denominados fiscales, recordando la máxima que en el derecho público solo se puede hacer lo que está legalmente permitido, y es por esta razón que llama la atención que no existan amplias disposiciones respecto al tratamiento de tales bienes que forman parte del Estado, y particularmente lo que aquí interesa, la constitución de garantías sobre éstos.

Doctrinariamente los bienes fiscales se encuentran dentro del comercio, “*es decir pueden ser materia de actos y contratos en general, pueden ser vendidos, donados, hipotecados, prendados, arrendados, etc.*”⁵⁶. Para la realización de todos los actos mencionados, se deberá seguir el procedimiento legal, que al amparo de la legislación, se lo puede realizar cuando estos se consideren inservibles, conforme lo dispone el Reglamento General Sustitutivo para el Manejo y Administración de Bienes del Sector Público.

Considerando que los bienes fiscales se encuentran dentro del comercio, estos pudieran ser objeto de garantías reales, y así garantizar una deuda.

Respecto a la constitución de garantías sobre bienes públicos, no se prevé en la legislación una disposición clara al respecto y no es factible hacerlo porque no se lo permite.

El artículo 290 de la Constitución establece las regulaciones para el endeudamiento público y en su numeral 8 habla que para la constitución de garantías se sujetarán a lo que dispone la Ley.

El Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, es la norma que regula el financiamiento del sector, y en tal virtud estaría inmersa las Empresas del Estado, conforme lo dispone el artículo 4 de dicho Código.

Dentro de la sección VI de la norma mencionada anteriormente, y conforme lo mencionado en breves rasgos en el capítulo I del presente trabajo, se

⁵⁶ EGUIGUREN GENARO; Derecho de Propiedad en el Ecuador; Estudios Jurídicos; Quito-Ecuador; 2008. Pag. 39.

establecen las disposiciones pertinentes a las garantías por concepto de endeudamiento público por parte de los organismos del Estado.

Así el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas prevé en su artículo 146, únicamente la posibilidad de constituir garantías denominadas soberanas, la que vendría a ser una garantía personal, mediante la cual el Estado actuaría como un garante en caso de incumplimiento de alguna deuda contraída por parte de una entidad pública, respondiendo económicamente a los acreedores.

Más allá que exista la posibilidad de aplicar las garantías soberanas por parte del Estado, téngase en cuenta que la legislación bursátil no habla de constitución de garantías soberanas, sino de la constitución de garantía general sobre la totalidad de los activos de las empresas que vayan a emitir obligaciones, o de una específica.

En el caso que la garantía soberana se aplicaría como un tipo de garantía específica de la Empresa Pública para emitir obligaciones, no fuera procedente en vista que tiene sus excepciones establecidas en el artículo 146 del Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, la misma que no aplica para operaciones de endeudamiento público menores a 360 días, y lo más importante que procedo a citar textualmente de la norma es:

En ningún caso se otorgarán garantías por parte del Estado o de sus entidades a favor de personas naturales o jurídicas de derecho privado, inclusive las que no tengan finalidad de lucro, con excepción de la banca pública y aquellas empresas de derecho privado con al menos un 70% de acciones del Estado.⁵⁷

No existe una disposición ni regulación expresa para poder constituir garantías reales o comprometer bienes de naturaleza pública, y además resulta inaplicable en vista del artículo 130 del Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas que se cita a continuación:

⁵⁷ ART. 146. CODIGO ORGANICO DE PLANIFICACION Y FINANZAS PUBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2010.

*Grabación global de rentas.- Ningún contrato u operación de endeudamiento público comprometerá rentas, activos o bienes, de carácter específico del sector público. Exceptúase de esta prohibición, los proyectos que tienen capacidad financiera de pago, mismos que podrán comprometer los flujos y activos futuros que generen dichos proyectos.*⁵⁸

La norma antes citada se refiere a que ninguna operación de endeudamiento público comprometerá rentas, activos o bienes de carácter específico del sector público, entendiéndose por comprometer, a poner en riesgo, es decir garantizar una deuda contraída por parte de una entidad del Estado, a través de constitución garantías reales sobre bienes, ya sean estos muebles o inmuebles.

En conclusión, no se ve factible la constitución de garantías sobre los activos y/o bienes de la Empresa Pública, en virtud de las razones ya expuestas, considerando la naturaleza que tienen los bienes que pueden componer el patrimonio de la Empresa, y más aún cuando la legislación vigente impone ciertas limitaciones que no lo hacen viable.

2.1.5 IDENTIFICACIÓN DE LA PROBLEMÁTICA Y FACTIBILIDAD DE EMITIR OBLIGACIONES.

Una vez que se ha expuesto brevemente en qué consiste la emisión de obligaciones enfocado a la Empresa Pública, así como todo lo que envuelve a dicho ente en caso que participe como emisor, es momento de identificar el fondo del asunto en cuanto la posibilidad de emitir obligaciones.

Existen algunas razones formales que pueden volver un poco complicado en si el trámite de emisión de obligaciones, cuando lo que se busca por parte de las empresas estatales es obtener un financiamiento más rápido y ágil, lo que en el presente caso podría tornarse un poco más largo y complicado en vista de su

⁵⁸ ART. 130. CODIGO ORGANICO DE PLANIFICACION Y FINANZAS PUBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2010.

relación con los entes participantes, y su naturaleza pública. De todas maneras estas complicaciones de forma pueden ser corregidas y adaptadas a la normativa, en cuanto las disposiciones están ahí y pueden ser aplicadas.

Pero más allá que puedan existir problemas de forma en cuanto a procedimiento, al no existir una normativa particular y específica para empresas estatales, debiendo remitirse a la normativa vigente, existe un gran problema de fondo el cual ha sido la razón fundamental para que la participación de las Empresas Públicas en el mercado de valores haya sido nula desde la promulgación de la ley de la materia, la cual se la mencionó y analizó en el subcapítulo anterior, esto es, la posibilidad de constituir garantías.

Conforme se ha manifestado en el desarrollo de esta investigación, la Empresa Pública es un ente del Estado, la cual se crea con la finalidad de mejorar la prestación de servicios en sectores estratégicos, y por tal razón todo los activos y bienes que la conforman son de naturaleza pública y tendrán el tratamiento de tales, pudiendo ser de uso público o fiscales, con las características y definiciones que ya se han mencionado.

Más allá que el artículo 42 de la Ley de Empresas Públicas permita el financiamiento de dichas empresas mediante emisión de obligaciones y la titularización de activos, en la práctica se puede tornar inaplicable en vista que dichas entidades no pueden cumplir a cabalidad con uno de los requisitos fundamentales de la emisión, el cual viene a ser la constitución de garantías.

El artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores establece de manera expresa *“Toda emisión estará amparada por garantía general y además podrá contar con garantía específica”*⁵⁹, lo que una vez realizado el análisis pertinente en el punto anterior, se vuelve inaplicable.

Es lógico y tiene sentido que una de los requisitos principales de la emisión de obligaciones sea la constitución de garantías, ya que en sí, se trata de una deuda que adquiere la Empresa Pública con terceros, y por ende se convierte

⁵⁹ ART. 162; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

en un pasivo a pagar en cierto plazo, y en la vida práctica por cualquier operación de crédito, el deudor garantiza la deuda mediante la constitución de cualquier tipo de garantía a favor del acreedor.

Hay que considerar que al hablar de emisión de obligaciones, el financiamiento de la Empresa Pública lo podrán realizar particulares, es decir personas naturales que al momento de adquirir los títulos de obligaciones se convierten en acreedores del Estado.

El Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas es la norma rectora en cuanto a endeudamiento y planificación de los organismos públicos, y en ninguna parte hace mención respecto a la posibilidad que el Estado a través de sus entes pueda verse financiado por particulares, y lo que es más importante de manera expresa prohíbe la constitución de garantías soberanas a favor de privados, así como comprometer rentas y/o bienes de naturaleza pública.

Con los antecedentes expuestos se resume la problemática del asunto, ya que más allá que la Ley de Empresas Públicas permita la emisión de obligaciones; en la práctica y al amparo de la legislación vigente no sería factible hacerlo, toda vez que no se pudieran constituir garantías reales sobre los bienes de la empresa o personales a través de garantías soberanas del Estado a favor de los obligacionistas.

2.2 DE LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS DE EMPRESAS PÚBLICAS

2.2.1 NATURALEZA Y FINALIDAD DE LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS

Al igual que la emisión de obligaciones, la titularización de activos nace de una necesidad de las Empresas Públicas de financiarse con el fin de cumplir ciertos fines específicos.

En palabras simples, la titularización de activos consiste en traer activos futuros al presente, es decir volver líquidos ciertos activos que generarán flujos en un futuro.

La titularización es conocida también como securitización, que en palabras de Raúl Novoa Galán y Gabriela Novoa Muñoz:

Es una alternativa de financiamiento para las empresas, su objetivo es dar liquidez, homogeneidad y acceso al mercado secundario de valores a instrumentos o activos que son por naturaleza ilíquidos, heterogéneos y de mercados restringidos (por ejemplo, cuentas por cobrar, contratos de leasing, créditos de consumo, créditos hipotecarios); y consiste en valores con respaldo activo; todo lo anterior, con la idea de financiar capital de trabajo.⁶⁰

La Ley de Mercado de Valores define a la titularización de activos en su artículo 138 como:

El proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la presente Ley. No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por esta Ley para los procesos de titularización.⁶¹

Como se puede ver, se trata de un proceso por el cual se emiten valores, en el que por disposición legal, deben ser emitidos con cargo a un patrimonio autónomo, es decir a un fideicomiso o un fondo de inversión, con el fin que cumplan con ciertas instrucciones expresas y sean separados de los patrimonios tanto del originador y del agente de manejo.

Conforme el inciso final del artículo 141 de la Ley de Mercado de Valores, el patrimonio de propósito exclusivo, lo que busca es respaldar la respectiva

⁶⁰ NOVOA GALAN RAÚL, NOVOA MUÑOZ GABRIELA; Derecho del Mercado de Capitales; Editorial Jurídica de Chile; Santiago de Chile, Chile; 1997; Pag. 175.

⁶¹ ART. 138; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

emisión de valores, por lo que los inversionistas sólo podrán perseguir el reconocimiento y cumplimiento de la prestación de sus derechos en los activos del patrimonio de propósito exclusivo.

El artículo 142 de la Ley de Mercado de Valores establece que:

“Podrán desarrollarse procesos de titularización a partir de los activos, que existen o se espera que existan, que conlleven la expectativa de generar flujos futuros determinables, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico, respecto a los cuales su titular pueda disponer libremente. Adicionalmente, no podrá pesar sobre tales activos ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias ni deberá estar pendiente de pago, impuesto, tasa o contribución alguna.

Constituyen activos susceptibles de titularización los siguientes:

- a) Valores representativos de deuda pública;*
- b) Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores;*
- c) Cartera de crédito;*
- d) Activos y proyectos inmobiliarios; y,*
- e) Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda.*

No obstante lo anterior, la Superintendencia de Compañías, previa norma expedida por el C.N.V., podrá autorizar la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes de los anteriormente señalados.”⁶²

En resumen, la titularización consiste en aquel proceso mediante el cual se vuelven líquidos activos que existen o se esperan que existan, a través del traspaso de estos a un patrimonio autónomo; el cual generará valores

⁶² ART. 142; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

susceptibles de ser cobrados en cierto tiempo al fideicomiso, una vez que los activos antes mencionados empiezan a generar flujos, es decir cumplan con la finalidad del fideicomiso. Lo que se busca con la titularización, al igual que la emisión de obligaciones es financiar y generar liquidez a las empresas, sin que tengan que recurrir a los medios tradicionales, es decir el ámbito financiero, para lo cual los particulares adquirirán títulos para ser cobrados en cierto plazo al patrimonio autónomo, con la particularización que estos flujos existirán.

La titularización a diferencia de la emisión de obligaciones, consiste en aquella figura de adelantar o traer activos que se sabe o se presume que existen o existirán, es decir hacerlos efectivos, líquidos al presente; así por ejemplo el inversionista adquiere un título que representa una deuda que el originador la obtendrá en cierto tiempo, o un proyecto del originador que en un plazo generará un flujo a su favor, y por ende, por disposición del contrato de fideicomiso, dicho valor será pagadero al inversionista, cuando el activo genere los flujos esperados. En la emisión de obligaciones se genera una deuda la cual se compromete a pagar el emisor, lo que en la titularización no es así, ya que el inversionista se hace propietario de ciertos flujos o activos que generará la compañía.

Obviamente para que dar paso a un proceso de titularización, el procedimiento requiere además una estructura legal adecuada, de un análisis financiero mediante expectativas y análisis de los activos a titularizar, con el requisito fundamental que éstos últimos, generen flujos determinables; que de todas maneras es calificado por el organismo de control, además que existirán garantías a favor de los inversionistas en caso que los activos titularizados no lleguen a cumplir su finalidad.

2.2.2 DE LOS PARTICIPANTES EN EL PROCESO Y SU DESIGNACION

El artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores establece como partes esenciales del proceso al Originador, el Agente de Manejo, el Patrimonio de propósito exclusivo, Inversionistas y Comité de Vigilancia. A continuación una

breve definición de los participantes en el proceso, su función y la forma de contratación de los participantes de ser el caso.

2.2.2.1 El Originador

El Originador según el artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores se define como:

“Consiste en una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados.”⁶³

Es decir, el originador es quien titularizará los activos. Según el artículo citado, La Empresa Pública se encontraría en toda la facultad para ser originador en un proceso de titularización.

Uno de los requisitos fundamentales del originador, es que este sea el propietario de los activos o derecho sobre los flujos que se utilizarían para el proceso de emisión de valores, y que adicionalmente dichos activos o derecho sobre flujos estén dentro del comercio y puedan ser objeto de transferencia de dominio.

2.2.2.2 Agente de Manejo

El Agente de Manejo es una sociedad administradora de fondos y fideicomisos autorizada por la Superintendencia de Compañías, la cual tendrá entre sus funciones las que se establezcan en el contrato de constitución, o las establecidas en el artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores, las cuales considero importante mencionar:

a) Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser

⁶³ ART. 139; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

colocados mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la Ley;

- b) Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados;*
- c) Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo;*
- d) Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la Ley;*
- e) Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico; y,*
- f) Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.*

Cabe resaltar que la Ley realiza una precisión en cuanto las funciones señaladas en los literales a, b y c, las cuales las establece como indelegables. En caso que se deleguen las demás funciones, se deberá indicar en el contrato de fideicomiso mercantil, siendo el agente de manejo responsable de todas las actuaciones de terceros que desempeñen las funciones delegadas.⁶⁴

Adicionalmente al ser un fideicomiso o un fondo de inversión, los cuales cumplirán con las disposiciones legales y las establecidas en su contrato de constitución, la responsabilidad de la fiduciaria alcanzará únicamente a la buena administración del proceso de titularización, por lo que no responderá por los resultados obtenidos, a menos que dicho proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declaradas como tales en sentencia ejecutoriada, en cuyo caso responderá por dolo o hasta por culpa leve.

La Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, prevé en el capítulo II, título VII, sección IV la forma de convocatoria, calificación y selección de las Administradoras de Fondos y Fideicomisos, la cual es la misma para la contratación de las casas de valores y calificadoras de riesgo; es

⁶⁴ ART. 139; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

decir que el directorio de la Empresa Pública será quien designe a la Administradora de Fondos y Fideicomisos, previa la convocatoria mediante publicación por la prensa por 3 días consecutivos.

Las Administradoras de Fondos y Fideicomisos deberán entregar la siguiente documentación:

1. *Certificados conferidos por la Superintendencia de Compañías: de existencia legal, de cumplimiento de obligaciones y de estar al día en la presentación de la información continua y ocasional, para el mantenimiento de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores.*
2. *Estados financieros de los tres últimos años, con sus correspondientes informes auditados.*
3. *Certificado suscrito por el representante legal en el cual conste la siguiente información:*
 - 3.1 *Nómina actualizada de accionistas.*
 - 3.2 *Descripción de la infraestructura técnica y de los recursos humanos.*
 - 3.3 *Certificado conferido por la Superintendencia de Compañías de que la casa de valores, calificadora de riesgo o administradora de fondos y fideicomisos ha sido o no objeto de sanciones administrativas, de acuerdo a lo dispuesto en los numerales 2 y 3, del artículo 208 de la Ley de Mercado de Valores, en los últimos doce meses; y de que se encuentra o no intervenida.*
 - 3.4 *Certificado otorgado por la Contraloría General del Estado sobre el cumplimiento de contratos.*

Adicionalmente a la mencionada documentación, deberán remitir la siguiente información:

1. *Costo o tarifa por los servicios de administración fiduciaria.*
2. *Detalle de los montos de negocios fiduciarios administrados*⁶⁵

⁶⁵ ART. 4; TITULO VII, CAPITULO II, SECCION II DE LA CODIFICACION DE RESOLUCIONES EXPEDIDAS POR EL CONSEJO NACIONAL DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2007.

Una vez presentada la documentación antes señalada, la Empresa Pública seleccionará la Administradora de Fondos y Fideicomiso que considere adecuada.

2.2.2.3 Patrimonio de propósito exclusivo

Este patrimonio de propósito exclusivo, conforme el artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores, consiste en:

En un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización. Dicho patrimonio de propósito exclusivo podrá instrumentarse bajo la figura de un fondo colectivo de inversión o de un fideicomiso mercantil, administrado por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos”⁶⁶

Conforme la definición del artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores, al hablar de un patrimonio independiente, hablamos que se trata de una nueva persona jurídica que tiene como finalidad lo establecido en su contrato de constitución, y cuyo patrimonio será irrevocable e inembargable.

2.2.2.4 Inversionista

Obviamente serán aquellas personas naturales o jurídicas, que adquieran los títulos derivados del proceso de titularización, y quienes percibirán los flujos cuando estos se vuelvan efectivos.

2.2.2.5 Comité de Vigilancia

Dentro de los procesos de titularización de activos, la Ley establece que se deberá conformar un comité de vigilancia, que como su nombre lo indica, deberán estar pendientes del avance del proceso, y del cumplimiento del

⁶⁶ ART. 139; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

contrato de fideicomiso, con el fin que los inversionistas reciban lo que les corresponde.

Este comité estará compuesto de por lo menos 3 miembros, los cuales serán elegidos por los tenedores de títulos, que no deberán estar relacionados al agente de manejo.

En la emisión de obligaciones, existe un representante de los obligacionistas, quien se encarga de defender los intereses de los inversionistas, lo que se relaciona en parte con el comité de vigilancia, al ser éste último quien velará por el cumplimiento de la finalidad de la titularización, eso sí con marcadas diferencias entre lo que significa uno y otro.

2.2.2.6 Otros participantes

Los actores antes mencionados son los esenciales dentro del proceso de titularización, sin olvidar que existen otros actores que juegan un rol muy importante, los cuales ya fueron mencionados en el punto pertinente a la emisión de obligaciones, y que están inmersos dentro del proceso al tratarse de actividades en el Mercado Bursátil.

Se tiene al estructurador quien es la persona jurídica o natural que se encargará de asesorar y como su nombre bien lo menciona, estructurar el proceso de titularización, mediante la elaboración del contrato de fideicomiso o fondo colectivo, el análisis de los activos a titularizar, la posibilidad que se pueda realizar el proceso o no, recopilar información necesaria para el proceso, etc.

Se debe tener en cuenta que conforme el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, la titularización de activos, es considerada como una forma de endeudamiento público, más allá que sus características no encajen como tal, por lo que la contratación del estructurador legal se la deberá realizar conforme el Reglamento para la Contratación de Servicios para Concretar Operaciones de Endeudamiento Público.

Respecto a este punto, se considera la existencia de un vacío en cuanto más allá que la Ley de Mercado de Valores manifieste en su artículo 41 que la contratación de los participantes no se sujetará a la Ley de Contratación Pública, no existe una disposición clara respecto al rol del estructurador que podrá ser una persona jurídica o natural experta en procesos de titularización de activos.

Hay otros participantes que ya se mencionaron en lo pertinente a emisión de obligaciones, que de igual manera intervienen de manera obligatoria en la titularización, como lo son la calificadora de riesgos, la bolsa de valores, las casas de valores que serán las que negocien los títulos en el mercado bursátil, el agente pagador que en el caso de la Empresa Pública será el Banco Central, entre otros.

2.2.3 EL PROCESO APLICADO A LA EMPRESA PÚBLICA

Una vez descrita la naturaleza y definición de la titularización de activos, así como de las partes involucradas y el proceso de contratación, es momento de conocer el proceso de titularización de activos enfocado a la Empresa Pública.

El artículo 42 de la Ley de Empresas Públicas faculta a dichas entidades a financiarse mediante titularización de activos a través del mercado de valores, así la mencionada norma señala:

*Las Empresas Públicas sus subsidiarias y filiales podrán adoptar las formas de financiamiento que estimen pertinentes para cumplir sus fines y objetivos empresariales, tales como: ingresos provenientes de la comercialización de bienes y prestación de servicios así como de otros emprendimientos; rentas de cualquier clase que produzcan los activos, acciones, participaciones; acceso a los mercados financieros, nacionales o internacionales, **a través de emisión de obligaciones, titularizaciones,** contratación de créditos; beneficio de garantía soberana; inyección directa de recursos estatales, reinversión de recursos propios; entre otros. Para el efecto se requerirá la resolución favorable del Directorio de la empresa y el cumplimiento de los requisitos*

*previstos en esta y otras leyes, así como en la normativa aplicable, en función de la naturaleza del financiamiento al que se acceda.*⁶⁷

Pero antes de entrar a analizar el procedimiento, es importante conocer un poco los tipos de titularizaciones que existen al amparo de la normativa de Mercado de Valores.

El artículo 143 de la Ley de Mercado de Valores enumera los tipos de activos que se pueden titularizar, teniendo entre estos a los siguientes:

1. *Valores representativos de deuda pública;*
2. *Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores;*
3. *Cartera de crédito;*
4. *Activos y proyectos inmobiliarios; y,*
5. *Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda.*⁶⁸

En concordancia con lo antes expuesto, la Ley de Mercado de Valores define en sus artículos 153, 154, 155 y 156 a 4 tipos de procesos de titularización, los cuales poseen ciertas disposiciones especiales para su conformación:

1. Procesos de titularización de cartera.- La titularización de cartera consiste en transferir aquellos cuentas por cobrar que posee el originador a un patrimonio autónomo, el cual emitirá títulos, que se venderán en el mercado de valores, y podrá ser adquiridos por inversionistas, quienes a futuro adquirirán los ingresos que se perciban por el cobro de la mencionada cartera.

2. Procesos de titularización de inmuebles.- El artículo 154 de la Ley de Mercado de Valores define a la titularización de inmuebles como

⁶⁷ ART.42; LEY ORGANICA DE EMPRESA PÚBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2009.

⁶⁸ ART. 143; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

“la transferencia de un activo inmobiliario con el propósito de efectuar su transformación en valores mobiliarios.”⁶⁹

En otras palabras, este tipo de titularización consiste en aquella forma de obtener los recursos en el presente por la venta de inmuebles o parte de estos, que se generarán a futuro, es decir se aporta un inmueble, en el cual como producto de la venta del mismo, ya sea en partes o su totalidad, se entregan dichos valores a los inversionistas, pudiendo ser en capital o una porcentaje de participación del inmueble.

La ley establece que dicho activo inmobiliario deberá estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias y no tener pendiente de pago los impuestos, tasas y contribuciones.

3. Procesos de titularización de proyectos inmobiliarios.- El artículo 155 de la Ley de Mercado de Valores es claro en cuanto a su definición, que expresamente señala: *“La titularización de proyectos inmobiliarios consiste en la emisión de títulos mixtos o de participación que incorporen derechos alícuotas o porcentuales sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble, los diseños, estudios técnicos y de prefactibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para desarrollar un proyecto inmobiliario objeto de titularización.*

El patrimonio de propósito exclusivo también puede constituirse con sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la ejecución del proyecto.”⁷⁰

⁶⁹ ART. 154; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

⁷⁰ ART. 155; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

De igual manera el inmueble aportado al patrimonio autónomo debe estar libre de cualquier tipo de gravamen o limitación al dominio.

- 4. Procesos de titularización de flujos de fondos en general.-** Este tipo de titularización aplica en general, es decir sobre cualquier tipo de activo no descrito en los procedimientos anteriores y que pueden generar flujos a futuro a favor del originador.

En vista de los tipos de titularizaciones antes descritas, se pueden emitir los siguientes valores conforme el artículo 147 de la Ley:

Art. 147.- Valores que pueden emitirse.- *Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización pueden ser de tres tipos:*

a) Valores de contenido crediticio: *Por los cuales los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente, con los recursos provenientes del fideicomiso mercantil y según los términos y condiciones de los valores emitidos. Los activos que integran el patrimonio de propósito exclusivo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al agente de manejo adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos;*

b) Valores de participación: *Por los cuales los inversionistas adquieren una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión, con lo cual participa de los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de titularización;*

c) Valores mixtos: *Por los cuales los inversionistas adquieren valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización.*⁷¹

⁷¹ ART. 147; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

2.2.3.1 La decisión de titularizar activos por parte de la Empresa Pública

Como se señaló anteriormente, la titularización es una forma de financiamiento, con la diferencia que la Empresa Pública no adquirirá una deuda en sí, sino que traerá al presente activos futuros, sin embargo el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas establece en su artículo 123 a la titularización como una forma de endeudamiento público más allá que en la práctica no lo sea.

Es por la razón antes expuesta que la decisión de la Empresa Pública, además de nacer del directorio como su máxima autoridad, deberá ser aprobada por el Comité de Deuda y Financiamiento, es decir el detalle y la intención de los activos a titularizar de la empresa, deberán ser conocidos y mediante resolución ser aprobado por dicho comité, teniendo en cuenta los principios de endeudamiento establecidos en el artículo 290 de la Constitución y el Código Orgánico de Finanzas Públicas, que se llevará a cabo para:

1. Programas.
2. Proyectos de inversión:
 - 2.1 para infraestructura; y,
 - 2.2 que tengan capacidad financiera de pago.
3. Refinanciamiento de deuda pública externa en condiciones más beneficiosas para el país.

La decisión del Directorio de la Empresa Pública y la aprobación del Comité de Deuda y Financiamiento, es obviamente el primer paso para titularizar activos, la cual deberá estar plasmada en un acta que será documento indispensable en la escritura pública de constitución del fideicomiso o del fondo de inversión.

2.2.3.2 De la estructuración del proceso

Una vez dado el primer paso, es decir tomada y aprobada la decisión por parte de la Empresa Pública se procede a realizar la estructuración del proceso con el fin de colocar los títulos en el mercado de valores.

Como se mencionó en la primera parte de este subcapítulo, una de las partes esenciales y lo que denota la característica particular del proceso de titularización, es la existencia de un fideicomiso o un fondo de inversión, razón por la cual la Empresa Pública requiere de la contratación de una administradora de fondos y fideicomisos, conforme el procedimiento descrito en la ley.

La administradora de fondos y fideicomisos juega un papel fundamental, ya que será el agente de manejo del proceso de titularización, sus instrucciones constarán en el contrato de constitución del fideicomiso o del fondo de inversión. Hay que recordar que el agente de manejo, como su nombre bien lo menciona, es la parte encargada de manejar todo el proceso de titularización, desde colocar los títulos representativos de los flujos en la bolsa de valores, hasta dirimir el pago de los mismos.

El originador, en este caso la Empresa Pública, deberá comparecer al contrato de constitución del fideicomiso o fondo de inversión, debiendo al momento de la suscripción del contrato transferir el dominio de los activos a titularizar al patrimonio autónomo.

Hay que tener en cuenta que previo a la firma del contrato de constitución del patrimonio autónomo, ya sea mediante fideicomiso o fondo de inversión; la Empresa Pública ha realizado un análisis completo con su estructurador de todas las implicaciones legales y financieras que se generarán al titularizar activos. Es decir ya posee proyecciones de los flujos que se generarán y cuál será el resultado de la titularización.

Como se ha mencionado, para la creación del patrimonio autónomo, se puede utilizar el mecanismo de fideicomiso mercantil o de un fondo de inversión.

El fideicomiso mercantil es una figura jurídica por la cual se crea un patrimonio autónomo e independiente del patrimonio del constituyente, el cual será administrado por una administradora de fondos y fideicomisos, la cual deberá cumplir con las instrucciones legales y las dispuestas en el contrato de constitución, con el fin de cumplir el fin ahí establecido, cuya regulación la

encontramos en el título quinto de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores que habla respecto a los negocios fiduciarios, y específicamente al fideicomiso mercantil.

Ahora, el originador también puede optar por la creación de un fondo de inversión en vez de un fideicomiso, a lo cual las disposiciones legales constan en el capítulo II del título XIV de la Ley de Mercado de Valores, definiéndose como:

Un patrimonio común, integrado por aportes de varios inversionistas, personas naturales o jurídicas, para su inversión en los valores, bienes y demás activos que la Ley permite, correspondiendo la gestión del mismo a una compañía administradora de fondos y fideicomisos, la que actuará por cuenta y riesgo de sus aportantes o partícipes.

Los aportes quedarán expresados, para el caso de los fondos administrados, en unidades de participación, de igual valor y características, teniendo el carácter de no negociables. En el caso de los fondos colectivos, los aportes se expresarán en cuotas, que son valores negociables.⁷²

Para el caso de la titularización, la clase de fondo a utilizar será uno colectivo, en vista que se trata de:

Aquellos que tienen como finalidad invertir en valores de proyectos productivos específicos. Este fondo estará constituido por los aportes hechos por los constituyentes dentro de un proceso de oferta pública, cuyas cuotas de participación no son rescatables, incrementándose el número de sus cuotas como resultado de su suscripción y pago, durante su respectivo período de colocación y, reduciéndose su monto sólo con ocasión de una reducción parcial de ellas, ofrecida a todos los aportantes, o en razón de su liquidación. Estos fondos y su administrador se someterán a las normas del fideicomiso mercantil.

⁷² ART. 75; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

*Exclusivamente para este tipo de fondos, la administradora podrá fungir como emisor de procesos de titularización. Las cuotas de estos fondos, que deberán someterse a calificación de riesgo, serán libremente negociables.*⁷³

Caber resaltar que la creación de ambos patrimonios requieren de la suscripción de un contrato de constitución, y en el mismo se especificará las características de la titularización, lo cual incluye los bienes que se aportan, los flujos que se esperan recibir por concepto de la titularización, los castigos, intereses, plazos de pago a los inversionistas, agente pagador de ser el caso, casa de valores, instrucciones a la fiduciaria, etc.

Una vez que la Empresa Pública ha optado por uno de los medios para titularizar, ya sea a través de fideicomiso o fondo de inversión, el agente de manejo que en ambos casos será una administradora de fondos y fideicomisos, procederá a solicitar a la Intendencia de Mercado de Valores la autorización de oferta pública de los mismos, así como la inscripción en el registro de mercado de valores de los títulos correspondientes. Previo a la solicitud de oferta pública, los valores a emitirse deberán tener una calificación de riesgo conforme el numeral uno del artículo 12 de la ley de mercado de valores.

Adicionalmente hay que tener en cuenta que para un proceso de titularización se deberá contar con un reglamento de gestión, el cual se lo describe en el artículo 158 de la Ley de Mercado de Valores, que contendrá en resumen:

*Régimen aplicable para la obtención de los recursos y/o flujos futuros;
Destino de los remanentes de los recursos y/o flujos futuros, de existir;
Características y forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto de ser el caso*⁷⁴; etc.

⁷³ ART. 76; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

⁷⁴ ART. 158; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

La autorización de oferta pública consiste en poner en conocimiento de los entes de control la intención de titularizar activos, y que los valores a negociar sean autorizados y conocidos por la Intendencia de Mercado De Valores. En esta solicitud se debe remitir cierta información, la cual se describe a partir del capítulo V del título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, debiendo presentar de manera general: El Prospecto de oferta pública; Documento en el que se indique los montos y la forma en que se han establecido los flujos futuros de fondos que se generarán, el mismo que deberá contemplar una proyección de, por lo menos, el tiempo de vigencia de los valores emitidos en el proceso de titularización; Facsímile del valor, en caso de que en el proceso de titularización se emitan títulos; Escritura pública que contenga el mecanismo utilizado en el proceso de titularización; Reglamento de gestión que deberá constar como documento habilitante a la escritura pública del mecanismo de titularización; Declaración juramentada del representante legal del agente de manejo, acerca de la veracidad de la información contenida en el prospecto de oferta pública.

Existen ciertos requisitos particulares dependiendo el tipo de titularización que se vaya a realizar, para los cuales se deberá adjuntar, por ejemplo en los casos de cartera, una certificación que los títulos no se encuentren pignorados, en el caso de titularización de proyectos inmobiliarios, una certificación del inmueble que se aporta, etc.

Dentro de la solicitud, se habla de adjuntar el prospecto de oferta pública, lo cual consiste en un detalle pormenorizado de la titularización, lo que se pondrá a conocimiento del mercado con el fin que adquieran los títulos representativos de los flujos.

Una vez que se presenta la solicitud dirigida a la Superintendencia de Compañías con el fin que se apruebe la oferta pública e inscripción de los valores, esta mediante resolución autorizará la misma o no, y en el caso que suceda lo primero, la Empresa Pública deberá comunicar al Ministerio de Economía y Finanzas sobre dicha aprobación, conforme lo dispone el artículo

14 de la sección III, capítulo II, del título VI de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores

2.2.4 APOORTE DE ACTIVOS O BIENES PÚBLICOS A UN PATRIMONIO AUTÓNOMO

Una de las características esenciales de la titularización de activos es la obligatoriedad de constituir un patrimonio autónomo, al cual se transferirá el dominio de los activos que serán objeto del proceso. En tal virtud, conforme lo manifestado por el segundo y tercer inciso del artículo 141 de la Ley de Mercado de Valores:

Los activos que integren el patrimonio de propósito exclusivo no pueden ser embargados ni sujetos de ninguna medida precautelatoria o preventiva por los acreedores del originador, del agente de manejo o de los inversionistas. Los acreedores de los inversionistas podrán perseguir los derechos y beneficios que a éstos les corresponda respecto de los valores en los que hayan invertido.

El patrimonio de propósito exclusivo respalda la respectiva emisión de valores, por lo que los inversionistas sólo podrán perseguir el reconocimiento y cumplimiento de la prestación de sus derechos en los activos del patrimonio de propósito exclusivo, mas no en los activos propios del agente de manejo.⁷⁵

Recordemos que existen 4 mecanismos de titularización, teniendo entre estos a los de cartera, de inmuebles, de proyectos inmobiliarios y de flujos de fondos en general.

Más allá que la Ley Orgánica de Empresas Públicas en su artículo 42 permita su financiamiento a través de procesos de titularización, es importante conocer sobre cuales tipos de mecanismos fuera factible que lo hagan, ya que existieran ciertas limitaciones, y más aun considerando que para poder

⁷⁵ ART. 141; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

titularizar se debe realizar una transferencia de dominio de activos de naturaleza pública a un patrimonio autónomo.

El artículo 13 de la sección tercera del capítulo II del título VII de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, habla respecto a la participación en negocios fiduciarios y procesos de titularización del Estado, señalando en su numeral tercero que:

*Podrán realizarse dichos tipos de negocios para procesos de titularización de activos de la entidad pública constituyente, **pero con la salvedad que se traten 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.*

76

Como podemos ver, en la citada norma ya se establece una condición respecto a la titularización de una entidad pública, en cuanto sus activos puedan ser transferidos a un patrimonio autónomo.

Obviamente el tratamiento para una entidad privada y pública será distinto, existiendo limitaciones para la segunda, en virtud de su naturaleza estatal y de los activos que componen su balance, lo que al igual que se mencionó en la emisión de obligaciones, genera ciertas limitaciones en cuanto a su disposición.

Hay que tener en cuenta que a diferencia de la emisión de obligaciones, la cual busca garantizar una deuda con bienes públicos; en la titularización existe una transferencia de dominio de dichos bienes a un patrimonio autónomo, con el fin de traer flujos futuros al presente.

El artículo 143 de la Ley de Mercado de Valores enumera los principales activos que pueden ser objeto de titularización, siendo estos:

- a) *Valores representativos de deuda pública;*
- b) *Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores;*

⁷⁶ ART. 13; TITULO VII, CAPITULO II, SECCION III DE LA CODIFICACION DE RESOLUCIONES EXPEDIDAS POR EL CONSEJO NACIONAL DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2007.

- c) *Cartera de crédito;*
- d) *Activos y proyectos inmobiliarios; y,*
- e) *Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda.*⁷⁷

Ahora bien, una vez citado el antecedente, y conociendo respecto los tipos de mecanismos de titularización, la Empresa Pública podría optar por cualquiera de ellos, pero previo la aprobación del Comité de Deuda y Financiamiento, y una vez que los activos que se transfieran al patrimonio autónomo puedan ser objeto de transferencia.

La titularización no genera una deuda para la Empresa Pública, más allá que sea considerado como tal; en la práctica se está tomando parte de sus activos, por lo que el procedimiento es claro e incluso lo prevé para el sector público, siendo la única particularidad para analizar, sobre qué tipo de activos puede recaer.

Conforme lo analizado en puntos anteriores, existen diferentes tipos de activos que formarán parte del patrimonio de la Empresa Pública, y más allá que tengan una independencia financiera y administrativa, siguen siendo entes estatales al amparo de la constitución y la Ley, pudiendo existir dentro de su balance ciertos tipos de bienes que no podrán ser objeto de titularización, en vista de la imposibilidad de transferir el dominio.

La titularización será viable para el sector público, pero siempre y cuando sea respecto aquellos bienes que puedan ser objeto de transferencia de dominio, razón por la cual las Empresas Públicas podrán realizar la titularización de activos de tipo crediticio, de deuda pública y de valores inscritos en el registro de mercado de valores de su propiedad, en cuanto los mencionados procesos derivaran de bienes muebles que son parte de sus activos, que en virtud de la autonomía financiera y de gestión de las Empresas, podrán ser objeto de

⁷⁷ ART. 143; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

transferencia a un patrimonio autónomo, teniendo en cuenta que ya son parte de su activo y que los mismos han sido obtenidos en virtud de su gestión y en cumplimiento de sus fines.

Así la Empresa Pública podrá titularizar aquella cartera que tenga por cobrar en contra de particulares o entidades públicas, al igual que títulos valores representativos de deuda o que contengan derechos de participación; transfiriendo al patrimonio autónomo del fideicomiso dichos activos previo el procedimiento legal, y de esta manera obtener los valores en el presente que se generarán a futuro para cumplir con su objeto social.

Conforme lo cita el Doctor Mario Larrea:

Son originadores natos, las compañías telefónicas, las compañías que mantienen proyectos de concesión. También lo son las entidades públicas destinadas al servicio público que originen flujos de caja actuales y futuros cuantificables de forma ordinaria, a través de los servicios de luz eléctrica y agua potable. Incluso las remesas de los inmigrantes que retornan a sus países de origen están siendo titularizadas en países como México.”⁷⁸

En tal virtud, la Empresa Pública, la cual puede prestar servicios de agua potable, energía eléctrica, telecomunicaciones, etc; puede tener en su activo cuentas por cobrar a sus clientes, y de esta manera a través de la titularización, optar por una fuente para volver líquidos éstos y mejorar la prestación de sus servicios.

Este tipo de bienes son de naturaleza pública privada, es decir no son considerados como bienes nacionales, siendo de naturaleza fiscal, y de tipo privado de propiedad del Estado, por lo que pueden ser objeto de transferencia, ya que son considerados como parte del comercio y su negociación o venta no

⁷⁸ LARREA ANDRADE MARIO; Régimen Jurídico de la Titularización de Activos; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2011.

afecta ni implica que se vea afectado un servicio público o el bien común de los ciudadanos.

A diferencia de la emisión de obligaciones, en la titularización de activos no se verán comprometidos bienes de naturaleza pública en base a una deuda que adquiere la empresa, sino que se toman los activos que existirán a futuro para convertirlos en efectivos al presente.

Ahora se debe conocer que sucede en el caso que la Empresa Pública desee optar por uno de los mecanismos de titularización que no fueron nombrados, es decir para activos y proyectos inmobiliarios o aquellos que sean capaces de generar flujos futuros.

La regla general será que la Empresa Pública puede optar libremente por la titularización de activos, con ciertas excepciones que son parte del derecho común, así de esta manera dependerá del objeto de la empresa, y sobre todo el tipo de activo a transferir, es decir qué tipo de bien inmueble se aportará.

Se debe volver al tratamiento de los bienes nacionales de uso público y fiscales, recordando que los primeros no podrán ser objeto de transferencia de dominio bajo ningún título, y más aún objeto de titularización, ya sea para un proyecto inmobiliario o que generará flujos futuros, en virtud que los mismos se encuentran totalmente fuera del comercio, siendo inembargables e inajenables.

Por definición de la Ley, los bienes Nacionales son aquellos que pertenecen, son de propiedad de la nación toda, al país, a la república, al Ecuador, a todos los ecuatorianos, es decir, que no pertenecen a ninguna persona en particular, y se clasifican en bienes Nacionales de Uso Público o bienes Públicos y en Bienes Estatales o Bienes Fiscales. Los bienes Nacionales de Uso Público o Bienes Públicos son aquellos que a más de pertenecer a la nación toda, es decir de ser Bienes Nacionales, el uso y en algún medida el goce de estos bienes

*corresponde o está atribuido a todos los habitantes del país como las calles o las plazas.*⁷⁹

En tal virtud, queda claro que no se podrá realizar titularizaciones sobre aquellos activos que sean considerados como bienes públicos de uso nacional, los cuales formen parte del activo de la Empresa Pública, más allá que tengan autonomía financiera y de gestión, en base a que como ya se mencionó, son inajenables y están totalmente fuera del comercio, sin importar que sobre dichos bienes se quiera realizar un proyecto productivo que beneficie a la sociedad y ayude a sectores estratégicos, en vista que se atendería a la naturaleza de los mismos, a excepción que éstos sean desafectados conforme disposición legal o mandato de autoridad.

Autores españoles, expresan las siguientes ideas:

*Lo que caracteriza a los bienes públicos es, por tanto, que su titularidad corresponde a una Administración pública (en sentido lato). El criterio esencial para identificar estos bienes es, pues el criterio subjetivo de su pertenencia. Al ser la Administración una organización destinada por esencia al servicio de los intereses generales, está claro que no puede usar y disponer libremente de los bienes que le pertenecen como un propietario particular o como una organización privada. Los bienes de la Administración están destinados al cumplimiento de los fines de interés público. Son todos ellos, bienes vinculados estos fines. De ahí que el derecho establezca normas particulares de adquisición, uso y disfrute y, en su caso enajenación de estos bienes. Y de ahí que se preocupe por arbitrar un régimen especial de protección de los bienes públicos, ya sea de su titularidad, de su posesión y utilización, como de sus características propias y de su calidad.*⁸⁰

⁷⁹ EGUIGUREN GENARO; Derecho de Propiedad en el Ecuador; Estudios Jurídicos; Quito-Ecuador; 2008. Pag. 39.

⁸⁰ SANCHEZ MORON MIGUEL, BARRANCO VELA RAFAEL, CASTILLO BLANCO FEDERICO A., DELGADO PIQUERAS FRANCISCO; Los Bienes Públicos (Régimen Jurídico); Editorial Tecnos S.A.; 1997; Madrid-España; Pág. 20.

Citando nuevamente a los autores mencionados anteriormente;

Los bienes públicos constituyen un conjunto muy heterogéneo. Se incluyen desde género de bienes destinados al uso público y, salvo excepciones, insusceptibles de apropiación privada, como las aguas terrestres y algunos espacios de los mares y las costas, hasta los materiales de oficina de las dependencias públicas, los títulos valores que el Estado y otros entes públicos tienen sobre el capital de determinadas empresas o los derechos de arrendamiento que establecen por contrato sobre inmuebles con terceros.”⁸¹

Más allá de la prohibición obvia que existe en caso de la titularización de activos de uso público, en el caso que se lo quiera realizar sobre bienes denominados de naturaleza fiscal, tampoco es clara la normativa al respecto.

Se prevé en el Reglamento para la Administración de Bienes públicos, que estos se podrán disponer y enajenar, cuando se consideran como inservibles u obsoletos, y mediante remate o subasta pública.

Hay que tener en cuenta que en la titularización de activos, existe una transferencia de dominio a un patrimonio autónomo, siendo esta transferencia definitiva e irrevocable, por lo que al momento que una Empresa Pública transfiere sus activos, pierde su calidad de propietario, y dichos activos pasan a cumplir la finalidad de la titularización, y podrán ser adquiridos por terceros que pueden ser personas particulares.

De manera general la transferencia de dominio de bienes públicos debe ser autorizado por el ente de control, que es la Contraloría General del Estado, y para el caso de la titularización, además de la Contraloría, por el Comité de Deuda y Financiamiento, en cuanto existe un endeudamiento y además una transferencia de dominio, en la cual el Estado verá afectado sus activos.

⁸¹ SANCHEZ MORON MIGUEL, BARRANCO VELA RAFAEL, CASTILLO BLANCO FEDERICO A., DELGADO PIQUERAS FRANCISCO; Los Bienes Públicos (Régimen Jurídico); Editorial Tecnos S.A.; 1997; Madrid-España; Pág. 21.

En la titularización existiría una limitación para la transferencia de dominio al patrimonio autónomo, específicamente de bienes inmuebles, en cuanto de manera general para la disposición de los mismos, se deben cumplir con ciertos requisitos, y deben estar considerados como inservibles u obsoletos conforme el reglamento que los regula, y previo el trámite de remate o subasta pública.

Sería contra la norma, en el caso que en un proyecto de generación de flujos, distinto al de cartera o de tipo crediticio, un particular adquiriera participación o un porcentaje sobre un bien de uso público, o en un proyecto netamente estatal, es por tal razón que la titularización dependerá de lo que se vaya a realizar, y en base a eso se limitaría la transferencia de dominio al patrimonio autónomo.

Como ya se ha mencionado, la Ley prevé el financiamiento a través de titularización de activos de las Empresas Públicas, pero la misma no considera que para hacerlo se debe realizar una transferencia de dominio de bienes públicos a un patrimonio autónomo, lo que al momento de tomar la decisión, se deberá tener en cuenta por parte del Directorio de la Empresa Pública, y más aún por el Comité de Deuda y Financiamiento.

El problema de fondo radica en que no existen disposiciones expresas en cuanto a la titularización para bienes públicos, teniendo en cuenta que a diferencia de otros fideicomisos, en el mecanismo de titularización, hay una transferencia definitiva.

2.2.5 DE LAS GARANTIAS

La titularización de activos se la realiza en base al activo de una compañía que generará flujos a futuro, por lo cual los inversionistas adquirirán valores representativos para cobrarlos cuando se vuelvan líquidos.

En tal virtud, en base a proyecciones y análisis tanto legales y financieras de los activos, así como un análisis de la Empresa Pública, se llegan a colocar los títulos en el mercado, los cuales más allá que exista una planificación idónea y

correcta por parte de los entes de control, pueden desviar su objeto y no generar los flujos que se esperen, ya sea por causas ajenas a la voluntad del originador o por sus propias causas.

Es por tal razón que al igual que en una emisión de obligaciones, en la titularización de activos él originador a través del agente de manejo debe constituir una garantía al momento del contrato por el cual se crea el patrimonio autónomo, con el fin que el inversionista este respaldado en un futuro.

En virtud de lo antes expuesto, el artículo 150 de la Ley de Mercado de Valores establece los mecanismos de garantía en una titularización, los cuales atenderán las características propias de cada proceso de titularización, y podrán ser:

Subordinación de la emisión.- *Implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción colocada entre el público se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital.*

Sobrecolaterización.- *Consiste en que el monto de los activos fideicomitidos o entregados al fiduciario, exceda al valor de los valores emitidos en forma tal que cubra el índice de siniestralidad, a la porción excedente se imputarán los siniestros o faltantes de activos. El C.N.V., mediante norma de carácter general fijará los parámetros para la determinación del índice de siniestralidad.*

Exceso de flujo de fondos.- *Consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, a fin de que ese diferencial se lo destine a un depósito de garantía, de tal manera que de producirse desviaciones o distorsiones en el flujo, el agente de manejo proceda a liquidar total o parcialmente el depósito, según corresponda, a fin de obtener los recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.*

Sustitución de activos.- Consiste en sustituir los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, a fin de incorporar al patrimonio de propósito exclusivo, en lugar de los activos que han producido dichas desviaciones o distorsiones, otros activos de iguales o mejores características. Los activos sustitutos serán provistos por el originador, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.

Contratos de apertura de crédito.- A través de los cuales se disponga, por cuenta del originador y a favor del patrimonio de propósito exclusivo, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio, las cuales deberán ser atendidas por una institución del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio de propósito exclusivo tomará la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito.

Garantía o aval.- Consiste en garantías generales o específicas constituidas por el originador o por terceros, quienes se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Garantía bancaria o póliza de seguro.- Consisten en la contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado y, con ello cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Fideicomiso de garantía.- Consiste en la constitución de patrimonios independientes que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.⁸²

Como se puede percatar, existen algunas opciones de mecanismos de garantía, los cuales se limitan a prevenir en el caso que no se logre obtener los flujos planificados, y los cuales no recaerán únicamente sobre los bienes del originador.

⁸² ART. 150; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

Por siniestro se entiende al hecho que los activos titularizados no generen los flujos que se esperan, lo que de todas maneras se establece en un margen de riesgo al momento de presentar la oferta pública, y que el inversionista conocerá, razón por la cual se establecerán las ya mencionadas garantías.

2.2.6 IDENTIFICACIÓN DE LA PROBLEMÁTICA Y FACTIBILIDAD DE TITULARIZAR ACTIVOS.

Una vez expuesta la titularización y su proceso enfocado a la Empresa Pública, es momento de dar paso al análisis de la problemática que puede suscitarse en la práctica.

Al igual que en la emisión de obligaciones, se debe tener en cuenta que el actor en este proceso, es decir el originador, será una Empresa Pública, y por ende un ente estatal, el cual se desenvuelve de una manera distinta a una entidad privada, con sus propias leyes y normativa.

La Ley Orgánica de Empresas Públicas establece en su artículo 42 la factibilidad de que estas se financien a través de titularización de activos, y al amparo de la normativa de mercado de valores, no existen mayores limitaciones que las establecidas en el artículo 13 de la sección tercera del capítulo II del título VII de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, en cuanto:

*Podrán realizarse dichos tipos de negocios para procesos de titularización de activos de la entidad pública constituyente, **pero con la salvedad que se traten 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.⁸³*

⁸³ ART. 13; TITULO VII, CAPITULO II, SECCION III DE LA CODIFICACION DE RESOLUCIONES EXPEDIDAS POR EL CONSEJO NACIONAL DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2007.

Más allá de dicha limitación, la titularización constituye una fuente de financiamiento atractiva para las Empresas Públicas, en cuanto podrán liberar su activo, y tener liquidez en el presente.

Uno de los problemas radica y creo puede generar una limitante para las Empresas Públicas, es que se lo considere como una forma de endeudamiento público, ya que puede volver un poco más largo la estructura del proceso y lo más importante desnaturaliza a la titularización de activos.

Otro inconveniente que se debe considerar, es la falta de claridad, y de una reglamentación particularizada para la Empresa Pública y/o entidades estatales, teniendo en cuenta que su tratamiento puede ser distinto al que se plantea en la normativa bursátil, en cuanto son organismos con autonomía administrativa, financiera y de gestión, según su ley de creación, y por ende pueden existir diferencias en la aplicación de la ley enfocada al sector público.

Pero el problema de fondo es que la Ley no prevé sobre qué tipos de mecanismos de titularización podrá optar la Empresa Pública, puesto que se realizará una transferencia de dominio, es decir se debería conocer sobre que activos podrá recaer, y así de esta manera evitar iniciar un proceso con el riesgo que falle, en virtud de los vacíos legales de la norma.

La transferencia de dominio al patrimonio autónomo por parte de entidades públicas genera ciertas dudas, en cuanto esta será de manera perpetua, lo cual no está regulado de manera expresa por la Ley, y al amparo del principio de derecho público, únicamente se puede hacer lo que está permitido, y por ende en cuanto a bienes públicos, solo se prevé la transferencia de dominio, mediante el remate y la subasta, y cuando se consideren obsoletos o inservibles, sin que se disponga nada respecto a los casos de titularización.

Es importante que exista una concordancia entre las normas, tanto de Mercado de Valores, como la normativa de control pública, teniendo en cuenta que al igual que en la emisión de obligaciones, tener a las Empresas Públicas como participantes mediante procesos de titularización, volvería mucho más atractivo al mercado, y el monto de negociaciones sería más alto.

En conclusión, la titularización de activos de la Empresa Pública sería viable, pero siempre y cuando recaiga sobre activos que sean parte del comercio, conforme lo explicado en el desarrollo de la investigación, y que los mismos sean aprobados por las entidades de control y sobre ciertos tipos de bienes.

CAPITULO 3

SOLUCIONES Y ALTERNATIVAS PARA UNA MAYOR PARTICIPACION DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS EN EL MERCADO DE VALORES

3.1 CAUSAS PARA LA FALTA DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS EN EL MERCADO DE VALORES.

En el transcurso de la presente investigación se ha dado a conocer de manera amplia en qué consisten las formas de financiamiento por las que pueden optar las Empresas Públicas a través del mercado de valores, teniendo 2 opciones claras, la emisión de obligaciones y la titularización de activos.

El artículo 42 de la Ley Orgánica de Empresas Públicas faculta de manera expresa tal financiamiento, señalando así:

*Las Empresas Públicas sus subsidiarias y filiales podrán adoptar las formas de financiamiento que estimen pertinentes para cumplir sus fines y objetivos empresariales, tales como: ingresos provenientes de la comercialización de bienes y prestación de servicios así como de otros emprendimientos; rentas de cualquier clase que produzcan los activos, acciones, participaciones; acceso a los mercados financieros, nacionales o internacionales, **a través de emisión de obligaciones, titularizaciones,** contratación de créditos; beneficio de garantía soberana; inyección directa de recursos estatales, reinversión de recursos propios; entre otros. Para el efecto se requerirá la resolución favorable del Directorio de la empresa y el cumplimiento de los requisitos previstos en esta y otras leyes, así como en la normativa aplicable, en función de la naturaleza del financiamiento al que se acceda.⁸⁴*

Como se menciona en la introducción de este trabajo, no se ha reportado desde la promulgación de la Ley Orgánica de Empresas Públicas la

⁸⁴ ART.42; LEY ORGANICA DE EMPRESAS PÚBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2009.

participación de dichos entes en el Mercado de Valores, ni mediante procesos de emisión de obligaciones, ni a través de titularización de activos, según consta de las estadísticas de la Bolsa de Valores de Quito, y según datos proporcionados por funcionarios de la Intendencia de Mercado de Valores.⁸⁵

Cabe resaltar que en la actualidad no se ha emitido el Reglamento a la Ley Orgánica de Empresas Públicas, y no existe una disposición más clara y específica de la aplicación de la norma, debiendo remitirse a las regulaciones que envuelven a los participantes del sector público en el mercado de valores, específicamente a lo que nos establece la Ley de Mercado de Valores, la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, y al tratarse de formas de endeudamiento público, al Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas.

Ahora bien, una vez que no existen datos de financiamiento por parte de las Empresas Públicas mediante los procesos señalados, es importante recapitular previo al planteamiento de alternativas, cuáles podrían ser las posibles causas para que no lo hayan hecho, teniendo en cuenta lo ventajoso de participar en tal mercado y una vez que se encuentran legalmente facultadas para hacerlo.

1. La primera y una de las más importantes es la falta de una normativa específica que regule la participación de estas entidades en el mercado de valores, teniendo en cuenta que no existe un reglamento a la Ley Orgánica de Empresas Públicas, y que la normativa de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores es muy dispersa en cuanto a participación del sector público.
2. Otro de las posibles causas, serían los vacíos legales que se pueden presentar en la normativa bursátil, los cuales generan interrogantes; como lo es por ejemplo la designación de ciertos participantes en los procesos cuando este inmersa una entidad Estatal.

⁸⁵ Dres. Patricio Bonilla y Francisco Jauregui; Especialistas Jurídicos en la Intendencia de Mercado de Valores; entrevistas realizadas el día 17 de agosto de 2011 en la Superintendencia de Compañías.

Así por ejemplo el caso de la calificación del estructurador legal, para lo cual se debe acudir a un reglamento que no es muy específico en cuanto a su objeto (Reglamento para la Contratación de Servicios para Concretar Operaciones de Endeudamiento Público), y sin saber si las funciones de este participante son parte del Mercado de Valores o no.

3. En relación con el numeral anterior, no se plantea tampoco la forma de designación del Representante de Obligacionistas, considerando que tendrá una función enfocada a la defensa de los intereses de los inversionistas, y que a diferencia de la forma de calificación de casas de valores, calificadoras de riesgo y administradoras de fondos y fideicomisos, no se lo toma en cuenta.
4. Por otro lado, de conformidad con el Código Orgánico Planificación y Finanzas Públicas, la titularización de activos se la define como una forma de endeudamiento público, cuando en la práctica no lo es, toda vez que se están volviendo líquidos activos de propiedad de la empresa. El que considere como una forma de endeudamiento, genera ciertas condiciones especiales para la entidad estatal, como por ejemplo la autorización del Comité de Deuda y Financiamiento y un procedimiento previo que traba un poco más el proceso y lo más importante se la desnaturaliza.
5. No se especifica tampoco en la normativa de las Empresas Públicas qué activos podrán titularizar, es decir, no existen disposiciones en cuanto al alcance de su participación.

Las causas antes mencionadas, sin ser motivos directos para la falta de financiamiento de las Empresas Públicas a través del mercado de valores, pueden haber afectado en cierta manera al interés de estos entes, en vista que no tienen una normativa clara que establezca el procedimiento enfocado para ellos, así como la forma de designación de los entes inmersos.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que con el apareamiento de nuevas normas, hace necesario que la legislación de mercado de valores se adapte permanentemente a esos cambios para evitar aquellos vacíos que existen para las emisiones de entes estatales o empresas públicas, específicamente la designación de algunos participantes como estructurador legal o el representante de obligacionistas.

Todos los puntos mencionados anteriormente recaen sobre temas formales, los cuales se pudieran subsanar mediante una correcta regulación del C.N.V

Ahora bien, sin perjuicio que existan limitaciones de forma, hay problemas de fondo que han afectado notoriamente a las Empresas Públicas en caso que deseen optar por financiarse en el Mercado de Valores, las cuales son:

1. Respecto a la **emisión de obligaciones**; el problema fundamental fue identificado en el capítulo pertinente, siendo la constitución de las denominadas garantías sobre activos de la Empresa Pública.

El artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores establece de manera expresa que *“Toda emisión estará amparada por garantía general y además podrá contar con garantía específica”*⁸⁶.

Al hablar de garantía general, nos referimos a que el emisor deberá comprometer la totalidad de sus activos mientras dure la emisión, esto con el fin que se asegure a los inversionistas que la compañía tiene con qué responder en caso de incumplimientos en el pago de su deuda.

La emisión de obligaciones es una forma de endeudamiento per se, y el legislador no previno todo lo que involucra este proceso, y más aún cuando el participante es el Estado, debiendo someterse a más de la normativa de mercado de valores, al Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas.

Este antecedente ha sido un pilar importante en el desarrollo de la investigación, ya que si bien la Ley de Mercado de Valores habla de la

⁸⁶ ART. 162; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

obligatoriedad de constituir una garantía general sobre la totalidad de los activos del emisor, existe una limitación jurídica para la constitución de garantías reales sobre los activos del Estado, en vista de lo dispuesto en el artículo 130 del Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, que expresamente manifiesta:

*Grabación global de rentas.- Ningún contrato u operación de endeudamiento público comprometerá rentas, activos o bienes, de carácter específico del sector público. Exceptúase de esta prohibición, los proyectos que tienen capacidad financiera de pago, mismos que podrán comprometer los flujos y activos futuros que generen dichos proyectos.*⁸⁷

Especialistas en el Ministerio de Economía y Finanzas supieron plantear su opinión, señalando que existe la limitación expresa para comprometer bienes públicos, pero que las Empresas pueden optar por garantías soberanas por parte del Estado, lo que de igual manera se encuentra limitado en virtud del artículo 146 del Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas⁸⁸ que señala:

*En ningún caso se otorgarán garantías por parte del Estado o de sus entidades a favor de personas naturales o jurídicas de derecho privado, inclusive las que no tengan finalidad de lucro, con excepción de la banca pública y aquellas empresas de derecho privado con al menos un 70% de acciones del Estado.*⁸⁹

La única regulación para disponer de bienes de naturaleza pública es a través del Reglamento General Sustitutivo para el Manejo y Administración de Bienes

⁸⁷ ART. 130. CODIGO ORGANICO DE PLANIFICACION Y FINANZAS PUBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2010.

⁸⁸ Dr. Jorge Bedoya; analista en la dirección jurídica económica de deuda pública en el Ministerio de Economía y Finanzas; entrevista realizada el día miércoles 17 de agosto de 2011 en el Ministerio de Economía y Finanzas.

⁸⁹ ART. 146. CODIGO ORGANICO DE PLANIFICACION Y FINANZAS PUBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2010.

Del Sector Público, y mediante decretos que emita el ejecutivo o los ministerios correspondientes. Analistas indican que si bien es cierto que las Empresas Públicas tienen una autonomía, siguen siendo parte del sector público, y que por ende están sujetas al control de la Contraloría General del Estado y del Ministerio de Economía y Finanzas para temas de endeudamiento público.

Personas entrevistadas coinciden como el problema principal la constitución de garantías, en cuanto la Ley de Mercado de Valores es totalmente clara respecto a que debe existir una garantía general que respalde la emisión sobre los activos del emisor, y en el caso de la Empresa Pública, al tratarse de bienes de naturaleza estatal, se verían imposibilitados de hacerlo, y más aún, teniendo en cuenta que los valores serán ofertados en el mercado, pudiendo ser adquiridos por cualquier persona.⁹⁰

Adicionalmente existen ciertos vacíos en la norma, y la aplicación enfocada para el sector público tiene dichas contradicciones con las leyes que los regulan, y en tal caso se deberá priorizar el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas en su calidad de Ley orgánica, la cual es jerárquicamente superior a la Ley de Mercado de Valores y la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

La imposibilidad de emitir obligaciones es un problema real, y se lo puede palpar en la normativa, ya que al amparo de la regulación actual se tornaría imposible financiarse a través de este medio, lo que debe ser analizado y solucionado de manera prioritaria por especialistas y por los legisladores.

2. En cuanto a la **titularización de activos;** a diferencia de la emisión de obligaciones, no existe una limitación total para dicho procedimiento, en cuanto se puede optar parcialmente por el mismo, siendo la barrera

⁹⁰ Dres. Patricio Bonilla y Francisco Jauregui; Especialistas Jurídicos en la Intendencia de Mercado de Valores; entrevistas realizadas el día 17 de agosto de 2011 en la Superintendencia de Compañías.

fundamental aquí, la transferencia de ciertos bienes de naturaleza pública a un patrimonio autónomo.

La titularización consiste en aquel procedimiento de volver líquidos aquellos activos que se encuentran en el balance del originador, y los cuales generarán flujos futuros a su favor, transfiriendo dichos bienes a un patrimonio autónomo, para cumplir el fin del proceso.

Al hablar de titularización de activos, se debe tener en cuenta que por mandato legal, y conforme su naturaleza, existirá una transferencia de dominio a un patrimonio autónomo, ya que es en sí, el mecanismo para que sea viable, y una de las partes esenciales de dicho proceso, así la Ley de mercado de valores en su artículo 138, define a la titularización de activos como “*El proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo*.”⁹¹

El artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores define como requisito esencial:

*Un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización. Dicho patrimonio de propósito exclusivo podrá instrumentarse bajo la figura de un fondo colectivo de inversión o de un fideicomiso mercantil, administrado por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos.*⁹²

Como se puede ver, se deberá realizar la transferencia de los activos del originador, y posteriormente los contingentes que resulten del proceso de titularización, es decir los flujos que se vayan generando en el proceso, con el fin de dirimir el pago a los inversionistas.

⁹¹ ART. 138; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

⁹² ART. 139; LEY DE MERCADO DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2006.

En vista de los antecedentes expuestos, la causa de fondo principal que ha afectado la participación de las Empresas Públicas a través de titularización de activos, es lo relacionado a la transferencia de dominio al patrimonio autónomo, ya que de igual manera que el problema de constitución de garantías en el proceso de emisión de obligaciones, en el presente caso, se habla de una afectación de los bienes públicos al momento de transferirlos, con la particularidad que en este proceso, a diferencia que otros tipos de negocios fiduciarios, será de carácter definitivo y en beneficio de los inversionistas que adquieran los títulos representativos de los flujos a generarse.

De la clasificación de los bienes públicos, aquellos considerados como nacionales por ningún motivo podrían ser objeto de titularización, lo que la Ley de Mercado de Valores ya lo prevé en el artículo 13 de la sección tercera del capítulo II del título VII de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, en cuanto señala que la participación en negocios fiduciarios y procesos de titularización del Estado, ***“podrán realizarse con la salvedad que se traten 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.”***⁹³

En tal virtud, estaría abierta la posibilidad de hacerlo sobre otros tipos de bienes de carácter fiscal, como por ejemplo, deuda pública, cartera por cobrar, y otros tipos de activos que al amparo de la Ley estén dentro del comercio y con capacidad de generar flujos de caja a la Empresa Pública.

Algunas entidades conocidas, como por ejemplo la Empresa Eléctrica Quito o Empresa Pública Metropolitana de Agua y Saneamiento prestan servicios indispensables relacionados con la generación de energía eléctrica, y agua potable respectivamente, pudiendo tener en sus activos las facturas por cobrar a sus clientes, o deudas pendientes acordadas con ciudadanos, por lo que los

⁹³ ART. 13; TITULO VII, CAPITULO II, SECCION III DE LA CODIFICACION DE RESOLUCIONES EXPEDIDAS POR EL CONSEJO NACIONAL DE VALORES; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2007.

mismos podrían ser objeto de titularización, al no afectar bienes de ningún tipo ni el actividades del sector público.

Muy a pesar que se pudiera optar por procesos de titularización respecto a cartera y afines, llama la atención que no se hayan llevado a cabo desde la promulgación de la Ley.

En cuanto a otros tipos de titularización, como de proyectos inmobiliarios, o de inmuebles, no existen disposiciones específicas para transferir dicho dominio a un patrimonio autónomo, ya que las únicas normas respecto a la disposición de bienes estatales, constan en el Reglamento sustitutivo para la Administración de Bienes Públicos, y en el mismo no existe referencia para este tipo de transferencias, considerando además que se prevé que dichos bienes se dispondrán cuando sean considerados como obsoletos o inservibles.

Muy a pesar de existir esa única normativa respecto a la administración de bienes públicos, la Contraloría General del Estado conjuntamente con el Ministerio de Economía y Finanzas (Comité de Deuda y Financiamiento), deberá autorizar su disposición.

En palabras de especialistas, la disposición de bienes públicos también se lo puede hacer mediante decreto, y en ciertas ocasiones se lo ha realizado para casos puntuales, lo que se podría hacer para la titularización de bienes inmuebles o proyectos inmobiliarios en caso que exista la intención.⁹⁴

⁹⁴ Dr. Jorge Bedoya; Analista en la dirección jurídica económica de deuda pública en el Ministerio de Economía y Finanzas, Entrevista realizada el 17 de Agosto de 2011 en el Ministerio de Economía y Finanzas.

3.2 ANÁLISIS Y ALTERNATIVAS PARA LA VIABILIDAD DEL FINANCIAMIENTO MEDIANTE EMISIÓN DE OBLIGACIONES Y TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS

Ahora bien, una vez que se han expuesto las causas que han alejado la participación en el Mercado de Valores de las Empresas Públicas, previo al planteamiento de alternativas se debe realizar un análisis sobre las limitaciones que actualmente existen.

Se habló primero de las cuestiones de forma que pueden haber generado un alejamiento de las Empresas Públicas para financiarse a través de titularización de activos y emisión de obligaciones, teniendo principalmente a vacíos legales una falta de regulación de la materia, y el que se considere a la titularización como una forma de endeudamiento público al amparo de la Ley de la materia.

Al revisar la normativa inmersa para el sector público (Empresa Pública), y la legislación de Mercado de Valores, en efecto, existen ciertas interrogantes en cuanto a su participación. La Ley de Empresas Públicas de manera expresa permite optar por estos financiamientos, pero no describe cómo hacerlo.

En tal virtud y por deducción lógica remite a la Ley de la materia en donde existen disposiciones particulares para la participación del sector público, sin que tampoco sean de lo más claras y dejen abiertas dudas en cuanto a designación de importantes participantes dentro de la estructura de la emisión de obligaciones y titularización de activos.

La existencia de estos vacíos legales no solo recae por una falta de regulación del legislador, sino también por el poco de interés de las Empresas Públicas, lo cual sería distinto si se mostrará lo contrario, ya que podría solventarse en parte los inconvenientes mediante disposiciones del Consejo Nacional de Valores y así dar paso a regulaciones más profundas.

Otro punto importante para poner sobre la mesa, es la definición que da el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas a la titularización de activos, particularmente en el inciso segundo del artículo 123:

El endeudamiento público comprende la deuda pública de todas las entidades, instituciones y organismos del sector público provenientes de contratos de mutuo; colocaciones de bonos y otros valores, incluidos las titularizaciones y las cuotas de participación; los convenios de novación y/o consolidación de obligaciones; y, aquellas obligaciones en donde existan sustitución de deudor establecidas por ley. Además constituyen endeudamiento público, las obligaciones no pagadas y registradas de los presupuestos clausurados. Se excluye cualquier título valor menor a 360 días.⁹⁵

El definirla como tal, atenta a la naturaleza real que tiene la titularización, puesto que no se trata de una forma de endeudamiento, a lo debería identificarla como lo que realmente es, y no como una deuda, ya que en dicho proceso se afecta el activo del originador, y no su pasivo, por lo que resulta ilógico que se lo considere como tal.

Puede ser que el definirla como una manera de endeudamiento, busque proteger el interés general, siendo la intención real del legislador el tener un control cuando se vean inmersos bienes Estatales, lo que de todas maneras debería regularse en otras normas y no en la rectora de las finanzas públicas.

No se puede negar que existen condiciones en tal proceso que requieren de control al tratarse del Estado, ya que si bien la figura consiste en convertir activos futuros en líquidos, hay un comprometimiento de bienes públicos y recursos estatales, por lo que en base a la naturaleza propia de este proceso, existirá una transferencia de dominio, y además se manejarán alta cifras que podrían dar paso a la regulación pertinente.

Las limitantes formales que se han presentado no tienen una intención de volver complicado al proceso, sino que se han originado por un

⁹⁵ ART. 123. CODIGO ORGANICO DE PLANIFICACION Y FINANZAS PUBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2010.

desconocimiento general de éstas empresas del Mercado de Valores como medio de financiamiento.

Hay que tener en cuenta que el endeudamiento público es totalmente permitido por nuestra Constitución, en donde remite su regulación a leyes orgánicas y especiales.

Partiendo de esta premisa, entendemos que los gobernantes no establecen prohibiciones expresas para hacerlo, ya que las entidades públicas requieren de medios idóneos que permitan realizar proyectos de inversión y beneficiosos para nuestro país.

El Estado lo forman todos los ciudadanos que en él habitan y al facultar a nuestros mandantes a que manejen todo lo que lo conforma, es lógico que exista una regulación y control en temas de presupuestos, financiamientos, endeudamiento, etc; puesto que un manejo incorrecto en dichos recursos puede perjudicar a los habitantes.

Aquellos inconvenientes de forma, podrían solventarse dando una mejor regulación a la normativa mediante creación de resoluciones específicas enfocadas a éstos participantes, teniendo en cuenta que están plenamente facultadas para financiarse a través del Mercado de Valores, respetando eso sí las disposiciones y limitaciones de leyes jerárquicamente superiores, que tienen como finalidad la protección del bien común del Estado.

En concordancia a la jerarquía normativa antes expuesta, el artículo 423 de la Constitución de la República del Ecuador establece tal orden, teniendo a Constitución como la suprema, luego los tratados y convenios internacionales; las leyes orgánicas; las leyes ordinarias; las normas regionales y las ordenanzas distritales; los decretos y reglamentos; las ordenanzas; los acuerdos y las resoluciones; y los demás actos y decisiones de los poderes públicos.

En caso de conflictos entre normas, prevalecerán las leyes jerárquicamente superiores.

Siendo expresa la posibilidad de participar en el Mercado de Valores, se debe ir más allá, y entendiendo a la emisión de obligaciones y titularización de activos como una forma de endeudamiento público, deberán estar de acuerdo a los lineamientos establecidos en el Código Orgánico de Finanzas Públicas.

Para el caso específico de la emisión de obligaciones, como ya se resaltó en el avance de la investigación, no existe un reglamento específico que describa como lo pueden hacer, por lo que nos remitimos a la normativa de la materia, es decir la Ley de Mercado de Valores y resoluciones del Consejo Nacional de Valores, en las cuales se plantea el requisito indispensable que toda emisión de obligaciones cuente con una garantía general y adicionalmente pueda contar con garantías específicas.

Dicho requisito ha sido uno de los problemas principales de este trabajo, al considerarla como la limitación jurídica principal para que las Empresas Públicas puedan optar por la emisión de obligaciones, ya que al amparo del artículo 130 del Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas:

Ningún contrato u operación de endeudamiento público comprometerá rentas, activos o bienes, de carácter específico del sector público. Exceptúase de esta prohibición, los proyectos que tienen capacidad financiera de pago, mismos que podrán comprometer los flujos y activos futuros que generen dichos proyectos.⁹⁶

Anteriormente se citó la jerarquía normativa establecida en la constitución, y fue por lo citado en el párrafo precedente, en cuanto si bien la Empresa Pública puede optar por la emisión de obligaciones, el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas prohíbe de manera expresa el comprometer activos o bienes de carácter público, por lo que afecta a uno de los requisitos fundamentales, y por no decir el más importante en estos procesos, es decir la posibilidad de garantizar la deuda.

⁹⁶ ART. 130. CODIGO ORGANICO DE PLANIFICACION Y FINANZAS PUBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2010.

En el presente caso hay 2 normas, por un lado la Ley Orgánica de Empresas Públicas la cual permite el financiamiento de estas empresas a través de emisión de obligaciones y titularización de activos; y por otro lado el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas el cual en la práctica limitaría la emisión de obligaciones al no permitir la constitución de garantías.

Se debe considerar que ambas normas son de la misma jerarquía, es decir de carácter orgánicas sin que se contradigan una con otra, pero en vista del estado actual, la Ley de Empresas Públicas remite la interpretación del artículo 42 (donde se faculta emitir obligaciones o titularizar activos) a la legislación de la materia, es decir la Ley de Mercado de Valores, y es ahí cuando existe la confrontación de ambas normas, ya que el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas prohíbe comprometer bienes o activos, cuando la normativa bursátil establece de manera expresa la obligatoriedad de la constitución de garantías para emitir obligaciones.

Por otra parte el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas y la Ley Orgánica de Empresas Públicas tienen una diferencia de promulgación de meses, siendo leyes prácticamente nuevas, publicada la primera a finales del año 2009 y la segunda a inicios del año 2010.

El problema no radica en las disposiciones de leyes orgánicas, ya que no se contradicen una con otra y son leyes nuevas creadas prácticamente a la par. El fondo del asunto radicaría en las normas de menor jerarquía en donde se regula el procedimiento de la emisión de obligaciones y titularización de activos.

El legislador denota la intención de que las Empresas Públicas sean partícipes en el Mercado de Valores, pero su función también es la de velar y proteger al bien común, y en tal virtud en el Código Orgánico de Finanzas Públicas establece los lineamientos para que el Estado pueda optar por un endeudamiento, velando siempre que se cumplan preceptos constitucionales para desarrollo de proyectos específicos, además de una previa calificación de

un comité especializado, y lo más importante protegiendo recursos y bienes públicos, los cuales en la teoría pertenecen a todos los habitantes del Estado.

Más allá que exista una limitación expresa para comprometer activos o bienes de naturaleza pública en contratos de endeudamiento, es importante entender el porqué de esta limitación.

Al hablar de operaciones de endeudamiento, el deudor por razones obvias debe garantizar sus obligaciones de alguna manera, esto con el fin que el acreedor tenga certeza que se pagará lo que presta, y caso contrario tendrá un respaldo tangible de la deuda incumplida.

Al hablar del Estado, no se puede dar un mismo tratamiento que el que se lo realiza para los particulares, esto en razón de lo que significa el mismo y la importancia que su actuación puede generar en la sociedad. Los entes estatales pueden endeudarse, y es por tal razón que existe una normativa expresa que los regula, pudiendo garantizar deuda únicamente de la forma ahí establecida, es decir a través de la denominada garantía soberana, con la particularidad que también es limitada para particulares.

Con la prohibición de comprometer activos o bienes de naturaleza pública, el legislador busca proteger aquellos que cumplen un rol indispensable para el Estado, eso es lo que se trata de precautelar, ya que como se lo analizó en el capítulo segundo, existen aquellos bienes de uso público y los fiscales, siendo los primeros totalmente fuera del comercio y los segundos parte de él cuando éstos formen parte patrimonio privado del Estado y hayan cumplido el procedimiento legal correspondiente.

La norma no busca limitar totalmente el comprometer bienes de naturaleza pública y lo que trata es que aquellos bienes o activos que cumplan un rol importante en el Estado no se vean afectados por una deuda de un organismo estatal, así por ejemplo sería totalmente ilógico que edificios, máquinas, etc, que formen parte del patrimonio de una Empresa Pública se vean comprometidos si los mismos cumplen con una función de servicio público primordial, ya que más allá que sean bienes de naturaleza fiscal, debe

prevalecer el bien común y en este caso el bienestar general de los ciudadanos. Es por lo antes expuesto que se debe ir a la intención del legislador y al espíritu de la norma, ya que conforme lo establece el Código Civil, en caso de confrontación de normas, o para realizar una interpretación adecuada, se debe acudir al espíritu de la misma, es decir cuál fue la real intención al momento de crear la Ley.

Si nos cerráramos a la idea que está prohibido de manera total el comprometer bienes de naturaleza pública, los organismos estatales jamás pudieran enajenar sus bienes, y existen casos en los cuales se han comprometido éstos, pero previo el proceso establecido en el Reglamento de Administración de Bienes Públicos, o mediante resolución del organismo pertinente.

Por otra parte, se debe tener claro que significa la tan mencionada garantía general como alcance y concepto. Este tipo de garantía se genera sobre la totalidad de activos del emisor, y a diferencia de las denominadas específicas, no recaen sobre algo puntual en donde su ejecución en caso de incumplimiento se lo realiza directamente por el representante de obligacionistas.

Con la garantía general, el emisor no prenda o hipoteca todos sus activos a favor del representante de obligacionistas. Con esta garantía se pretende que los inversionistas tengan la seguridad que la persona jurídica que emite obligaciones tenga un patrimonio con que responder su deuda, y en caso de un incumplimiento la certeza que existe el respaldo para pagar.

Al momento de presentar la solicitud de oferta pública ante la Intendencia de Mercado de Valores, el organismo de control verifica la existencia de esta garantía, y analiza que la totalidad de los activos libres de gravamen del emisor cubran el monto de las obligaciones emitidas; esto es lo que busca la garantía general, que los activos mientras dure la emisión sean suficientes para cubrir la deuda y que no sean comprometidos mientras dure el proceso, con un fin proteccionista a favor de los inversionistas.

El fondo de las garantías es obviamente proteger y garantizar a los obligacionistas, por lo que para el caso de entes estatales se pudieran buscar

otras medidas sin que necesariamente se vean afectados activos o bienes de naturaleza pública que cumplan fines primordiales para los ciudadanos, respetando siempre la finalidad de la norma.

En cuanto a la titularización de activos, el problema de fondo no radica en una prohibición generada en una norma jerárquicamente superior, aquí incluso el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas establece la excepción para comprometer bienes de naturaleza pública para procesos de titularización.

El inconveniente ha sido principalmente la transferencia de dominio a un patrimonio autónomo, cuando éste es uno de los requisitos principales. En este punto también tiene mucho que ver la naturaleza jurídica de los bienes que están en juego, ya que al igual que la emisión de obligaciones no se pueden comprometer aquellos de uso público, y para transferir los fiscales, se debe cumplir ciertos requisitos que se describen en el Reglamento para la Administración de Bienes Públicos.

A criterio del autor, la titularización de activos es viable para ciertos tipos de bienes; como ya se lo mencionó, podría realizarse sobre cartera, en donde los entes estatales obtienen liquidez sin ver comprometidos bienes que cumplen un fin primordial para el Estado. Otro punto al cual no le encuentre lógica, más que un fin proteccionista de bienes del Estado, es que se la considere como una forma de endeudamiento público, puesto que afecta la naturaleza de la titularización, ya que no existe ningún tipo de endeudamiento, y la entidad pública únicamente convierte sus activos, es decir los vuelve líquidos.

Si bien existe la limitante real y al tenor literal de la Ley no existe forma de comprometer bienes de naturaleza pública en operaciones de endeudamiento público, se puede llegar a plantear alternativas para que las Empresas puedan optar por el Mercado de Valores, ya que sí, en verdad existen ciertas limitantes por falta de desarrollo de la norma secundaria, hay que ir más allá y conocer la intención real del legislador, y así crear regulaciones que sin afectar el fondo de la norma, adecuen el contorno y permitan optar por estos tipos de financiamientos.

Como ya se lo planteó, las garantías en la emisión de obligaciones, particularmente la general no tiene un fin de perjudicar al emisor; se trata de una forma de protección para los inversionistas y para el caso de la general, se trata más de una formalidad; ya que a través de las específicas se pudiera dirimir la deuda en el hipotético caso de incumplimientos.

Sin perjuicio que las garantías tengan un fin proteccionista como es obvio, aquí está inmerso el Estado a través de sus empresas y no se hace factible el comprometer sus activos como si lo puede hacer el sector privado.

Para el caso de titularización, ya se lo define en una Ley como forma de endeudamiento, y por ende conforme al estado actual, se deben adaptar a tal concepto, y cumplir los lineamientos para poder optar por este tipo de financiamiento.

El problema es real y ha afectado a la participación de las Empresas Públicas, por lo que se debe analizar cuál sería el planteamiento para emitir obligaciones y titularizar activos conforme la normativa vigente.

Puede ser que al crear la Ley Orgánica de Empresas Públicas, el legislador no previno que el financiamiento a través de emisión de obligaciones y titularizaciones se puede ver afectado por las limitaciones del Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, o lo tuvieron en cuenta y esperaron para emitir con posterioridad una mejor regulación una vez emitida la nueva Ley Orgánica de Mercado de Valores. Son hipótesis que pueden haberse suscitado ya que como se lo explicó en párrafos anteriores, ambas normas fueron creadas a la par.

Dado el estado actual de la situación, para dar una alternativa jurídica que permita la participación de las Empresas Públicas en el mercado de valores, se debe empezar el tratamiento sobre la norma jerárquicamente superior, para posteriormente tratar de adaptar y regular con la normativa bursátil, ya que en el estado actual se tornaría casi imposible hablar de un proceso de emisión de obligaciones y a su vez ciertos procesos de titularización de activos, en cuanto

en ambos tipos de financiamiento se verán comprometidos bienes de naturaleza pública.

Se pueden barajar varias opciones que permitan la participación de las Empresas Públicas para financiarse a través del Mercado de Valores, las cuales por el estado actual de la normativa deberán recaer en reformas o regulaciones de las leyes inmersas.

Uno de los planteamientos sería que recaiga sobre la Ley de Mercado de Valores, la que actualmente está próxima a derogarse con la Ley Orgánica de Mercado de Valores, específicamente para la emisión de obligaciones, en donde se plantee la excepción de garantía general para las Empresas Públicas o entidades estatales y así buscar otra forma de garantizar la deuda. Respecto a la titularización de activos la regulación deberá ir enfocada a que tipos de activos se pueden transferir y sobre qué tipos de titularización recaerá.

Analizando el proyecto de Ley, no hay la intención de regular este tema, pero existe la salvedad que la nueva Junta Reguladora de Valores, deberá emitir un reglamento para la participación del sector público, y sería importante que ahí se trate lo correspondiente a las entidades estatales y particularmente a las Empresas Públicas.

Otro planteamiento sería el regular la aplicación del Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, puesto que a la fecha no se ha reglamentado el mismo, y esto aclararía un poco el panorama en cuanto al alcance de ciertas normas de endeudamiento y afines, particularmente especificar la participación en el Mercado de Valores como medio de financiamiento.

Una vez que se establezca la regulación para la constitución de garantías en el Código Orgánico de Finanzas Públicas, se debe reglamentar de igual manera la Ley Orgánica de Empresas Públicas, y como punto final adecuar la normativa de Mercado de Valores.

3.2.1 Reglamento al Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas

Como se mencionó anteriormente, el primer paso sería la reglamentación del Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, y específicamente al

artículo 130, el cual establece la barrera fundamental para el caso de emisión de obligaciones. Hay que tener en cuenta que el reglamento únicamente puede regular como se aplicará la Ley, sin que modifique el fondo, ya que esa labor le corresponde únicamente al poder legislativo, y previo el procedimiento constitucional. En tal virtud el reglamento debe definir qué tipo de bienes se considerarán como carácter específico del sector público.

Art. 130.- Grabación global de rentas: Ningún contrato u operación de endeudamiento público comprometerá rentas, activos o bienes, de carácter específico del sector público. Exceptúase de esta prohibición, los proyectos que tienen capacidad financiera de pago, mismos que podrán comprometer los flujos y activos futuros que generen dichos proyectos.

Propuesta de reglamentación:

“.....Entiéndase por rentas, activos o bienes de carácter específico del sector público, aquellos considerados como nacionales cuyo dominio pertenece a toda la nación conforme lo dispuesto en el artículo 604 del Código Civil, así como aquellos considerados como tal conforme leyes especiales y decretos en particular.

Se exceptúa como bienes de carácter específico del sector público a aquellos de carácter fiscal que sean desafectados por la entidad estatal o que se encuentren descritos en el Reglamento General Sustitutivo para el manejo de bienes del Sector Público y los instructivos que se emitan para el efecto.”

En la Ley se habla que no se podrá comprometer bienes del sector público de carácter específico, por lo que lo óptimo, con el fin de abrir la posibilidad de garantizar de alguna manera la deuda de una entidad pública sería con una especificación de dichos bienes, y así basados en el principio de derecho público de solo hacer lo que está legalmente permitido, se pudiera optar por los bienes fiscales y aquellos obsoletos o inservibles, o a su vez mediante disposición de la entidad estatal de control que lo permita.

Con el reglamento no se afectaría el fondo de la norma del Código y así cabría la posibilidad de emitir obligaciones mediante la constitución de garantías

específicas sobre otros tipos de bienes que cubran la totalidad del monto de obligaciones emitidas.

Se deberá buscar aquellos activos dentro de la Empresa Pública que puedan estar dentro de la clasificación del Reglamento, y de esta manera alcancen a cubrir la deuda de la misma, tratando siempre de afectar activos que no influyan en lo más mínimo al desenvolvimiento de las entidades estatales, o de ser el caso se transfieran por parte de otras entidades públicas para que puedan cubrir la emisión.

3.2.2 REGLAMENTACIÓN A LA LEY ORGÁNICA DE EMPRESAS PÚBLICAS

Una vez que sea establecida la regulación para el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, es necesario regular también la aplicación a la Ley Orgánica de Empresas Públicas, la cual fue publicada en el Suplemento del Registro Oficial No. 48, el 16 de octubre del año 2009.

En el capítulo II del título VI de la Ley Orgánica de Empresas Públicas, hace mención al financiamiento de éstas últimas, estableciendo en su artículo 42 lo siguiente:

*Las Empresas Públicas sus subsidiarias y filiales podrán adoptar por las formas de financiamiento que estimen pertinentes para cumplir sus fines y objetivos empresariales, tales como: ingresos provenientes de la comercialización de bienes y prestación de servicios así como de otros emprendimientos; rentas de cualquier clase que produzcan los activos, acciones, participaciones; acceso a los mercados financieros, nacionales o internacionales, **a través de emisión de obligaciones, titularizaciones,** contratación de créditos; beneficio de garantía soberana; inyección directa de recursos estatales, reinversión de recursos propios; entre otros. Para el efecto se requerirá la resolución favorable del Directorio de la empresa y el cumplimiento de los requisitos*

*previstos en esta y otras leyes, así como en la normativa aplicable, en función de la naturaleza del financiamiento al que se acceda.*⁹⁷

Es importante que el reglamento a desarrollarse prevea las implicaciones legales que existen en una emisión de obligaciones y titularización de activos de una Empresa Pública, para que desde un inicio las normas que reglamentarán la Ley se adapten con las normas de Mercado de Valores, y de ser el caso se puedan modificar las últimas de acuerdo a la leyes que regulan a las entidades del Estado.

A continuación un planteamiento de cómo podría reglamentarse el capítulo pertinente al financiamiento de las Empresas Públicas con el fin de aclarar su aplicación y volverlo viable:

“.....Para el financiamiento de las Empresas Públicas a través de emisión de obligaciones y titularizaciones, se aplicaran las Leyes de la materia pertinentes en lo que fuere aplicable.”

“.....Para el caso de emisión de obligaciones y titularización, se deberá contar con la resolución favorable del Directorio y posterior aprobación del Comité de Deuda y Financiamiento.

Se exceptúa la constitución de garantía general sobre la totalidad de activos de la Empresa Pública. Solo se permitirá la constitución de garantías específicas de propiedad de la entidad que cubran la totalidad de la emisión, únicamente sobre aquellos bienes de carácter fiscal y que se encuentren dentro del comercio, previa la resolución favorable del Comité de Deuda y Financiamiento.

Se podrá optar por otros medios que garanticen la obligación, como avales de terceros, fideicomisos de garantía o flujos de conformidad con la Ley”

“...La titularización de las Empresas Públicas y la transferencia de activos al patrimonio autónomo serán aprobadas por parte del Comité de Deuda y Financiamiento de acuerdo a la naturaleza de activos a titularizar, los cuales

⁹⁷ ART.42; LEY ORGANICA DE EMPRESAS PÚBLICAS; Fiel Web, Ediciones Legales; Quito –Ecuador; 2009.

deberán estar dentro del comercio y siempre y cuando no afecten al funcionamiento de la empresa.”

“.....La contratación por parte de la Empresa Pública de los entes relacionadas en un proceso de emisión de obligaciones o titularización de activos, incluyendo al Representante de Obligacionistas, no se sujetarán a las disposiciones de la Ley Orgánica de Contratación Pública ni requerirán de los informes del Procurador ni del Contralor General del Estado, para lo cual se sujetarán al procedimiento descrito en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores en lo pertinente a la contratación del Estado de Casas de Valores, Calificadoras de Riesgo y Administradoras de Fondos y Fideicomisos.”

Al establecer dicha excepción, se podría adecuar a la Ley de Mercado de Valores, y plantear la alternativa de constitución de garantías específicas que cubran el monto de la emisión de la Empresa Pública en vez de la mencionada garantía general sobre la totalidad de los activos. De esta manera se podría empezar adecuando y regulando la Ley que autoriza a las Empresas Públicas financiarse a través de emisión de obligaciones, a las demás normas de la materia y así viabilizar en parte el proceso. Además es importante que se deje abierta la posibilidad de otras formas para garantizar la deuda, como el caso de fideicomisos de flujos mediante los cuales ciertos ingresos fijos de las Empresas Públicas se destinen únicamente al pago de las obligaciones a los inversionistas.

En cuanto a la titularización de activos, el dar una aclaración a la normativa es importante, ya que se establece la particularidad de la calificación del Comité de Deuda y Financiamiento sobre los activos a titularizar, exceptuando desde ya los bienes considerados de uso público al hablar de bienes que estén en el comercio.

Más allá que se realice un análisis de los activos a titularizar, es importante que ya se plantea una disposición para que un organismo, es decir el Ministerio de Economía y Finanzas a través del Comité de Deuda y Financiamiento autorice la transferencia de activos a un patrimonio autónomo, para lo cual se

analizarán los bienes a transferir y habrá claridad en el proceso, regulándose a través de decretos o instructivos internos, lo que garantizará de mejor manera la titularización.

Con las citadas regulaciones, tanto en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas y la Ley Orgánica de Empresas Públicas, se aclararía la forma de participación de estas entidades estatales y de esta manera se tendría un concepto claro en cuanto lo que significa financiarse a través de emisiones de obligaciones o titularizaciones, debiendo eso sí, que ambas normas concuerden y no se contrapongan una con otra, ya que la confusión, de igual manera puede alejarlas como participantes en el Mercado de Valores.

3.2.3. ADECUACIÓN A LA NORMATIVA DE MERCADO DE VALORES

De darse las regulaciones planteadas en los puntos anteriores, sería necesario modificar la normativa de Mercado de Valores, ya que se estableciera la excepción de constituir una garantía general para entidades públicas.

La actual Ley de Mercado de Valores se encuentra en un proceso de reforma total, cambiando su carácter de Ley Especial a Ley Orgánica.

Dentro del proyecto de Ley, no se regula de manera amplia a las entidades estatales, específicamente para emisión de obligaciones y titularización de activos. De las pocas disposiciones, existe una en particular que señala que la Junta Reguladora de Valores deberá emitir el reglamento para la participación del sector público en el Mercado de Valores, en el cual debería analizarse el tema de garantías en la emisión de obligaciones y la transferencia de dominio a un patrimonio autónomo en el caso de la titularización, además del procedimiento específico para su participación, tratando siempre que sea lo más ágil posible.

La reglamentación deberá ir enfocada de la siguiente manera:

“...Para el caso de Empresas Públicas, se exceptuará la constitución de garantía general sobre la totalidad de sus activos no gravados, pudiendo garantizar el pago de capital e intereses con garantía específica, sobre aquellos

bienes que se dispongan para el efecto, dando cumplimiento a las leyes de la materia y previa aprobación de sus órganos de control.

La emisión de obligaciones de las Empresas Públicas se sujetará a las disposiciones que para el efecto dicte el C.N.V.”

En cuanto a la titularización de activos, no se hace necesario adecuar la normativa de Mercado de Valores, en cuanto la misma no prevé disposiciones que atenten contra leyes superiores, y su regulación para entes estatales (se incluiría en esta definición a la Empresa Pública) la remite a lo que disponga mediante reglamento el C.N.V.

Con el planteamiento de dichas reformas, se haría en parte más viable la participación de las Empresas Públicas en el Mercado de Valores, ya que se las incluiría y se establecieran ciertas condiciones particulares para ellas, como es el caso de las garantías en una emisión.

En la actualidad, en el capítulo II del título VII de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, existe una regulación para la participación del sector público, pero el mismo se enfoca en particular a negocios fiduciarios, y en los casos que el Estado participe como inversionista.

Es menester que se regule la participación de los entes estatales en el Mercado de Valores, específicamente al caso de emisión de obligaciones y titularización de activos, ya sea a través de lo que realice la Junta Reguladora de Valores, o el actual Consejo Nacional de Valores, reglamentando así todo lo pertinente a dichos procesos, por lo que la normativa debería contener los siguientes puntos:

1. Ámbito: Una definición sobre los procesos que regulará, es decir, cuando el Estado participe a través de titularizaciones o emisión de obligaciones.
2. Alcance: Identificar a que entidades públicas podrá aplicar el reglamento, es decir Empresas Públicas, organismos seccionales, etc.
3. Aprobación: Definir como se aprobará la decisión de financiarse a través del Mercado de Valores por parte de las entidades públicas, es decir que organismos autorizarán y como se plasmará dicha decisión.

4. Designación de participantes en los procesos: Sería necesario que se establezca la forma de contratación de aquellos entes que deben participar en un proceso de titularización o emisión de obligaciones, ya que al ser una entidad pública cumple ciertos requisitos formales. Para el caso de Mercado de Valores, se remitiría al artículo 41 de la Ley de Mercado de Valores en cuanto a no someterse a normas de contratación pública ni informe favorables de la procuraduría general del Estado, para de esta manera dar más rapidez al proceso.

Definir quiénes serán todos los participantes, así las casas de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos, las calificadoras de riesgo, y a mi parecer incluir al representante de los obligacionistas.

Establecer el procedimiento de contratación, el cual deberá ser el establecido en la sección II del capítulo II del título VII de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

5. Emisión de obligaciones: Definir el alcance, y remitir el procedimiento a la normativa aplicable en lo que sea pertinente. Lo más importante sería definir el tema de las garantías, es decir, como se aplicará, y en concordancia con las disposiciones legales para el sector público permitir la excepción de la no constitución de garantía general, ya que es el vacío principal de la norma actual, así como definir otros tipos de garantías, sin que precisamente recaigan sobre bienes los activos de la empresa.
6. Titularización de activos: De igual manera definir el alcance, y remitir el procedimiento a la normativa aplicable en lo que sea pertinente. En este punto se deberá puntualizar sobre qué tipo de activos podrán titularizar las entidades públicas, y qué este sujeto a las disposiciones legales aplicables para dicho sector.
7. Oferta pública: Explicar cómo se la realizará, lo que se puede remitir a la normativa vigente, con ciertas puntualizaciones que se deberán especificar en esta sección, como sería el caso de información que se considere confidencial, la cual previa remisión a la aprobación de la Intendencia de

Mercado de Valores, sea conocida por la Contraloría General del Estado, quien la califique o no como tal.

Adicionalmente puntualizar cierto tipo de información que requiera como requisito el sector público, así informes favorables, calificación de los bienes, etc.

De igual manera definir los resguardos que apliquen para el sector público de conformidad con su normativa aplicable.

Definir la remisión de información para el caso de las entidades públicas.

8. Sanciones aplicables: Establecer el tipo de sanciones que podrán aplicarse para el caso de incumplimiento de obligaciones formales en calidad de emisores.
9. Normas supletorias: Definir las normas supletorias, la cual será la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la Ley de Mercado de Valores, y aquellas que se expidan para el efecto.

Con el planteamiento de las regulaciones y reformas establecidas, se pudiera lograr una mayor participación de las Empresas Públicas a través de emisión de obligaciones y titularización de activos, en vista que se lograría adecuar las normas vigentes, y existieran disposiciones específicas que hagan el proceso más claro, y lo más importante se subsane el problema de fondo, el cual radica en el manejo de los bienes de naturaleza pública.

Adicionalmente para dar paso a la aplicación de dichas regulaciones y reformas, sería necesario capacitar a los funcionarios públicos que estén a cargo del control del endeudamiento, creando incluso un departamento específico que conozca particularmente sobre estos tipos de casos, y realice una labor coordinada con estructurador, emisor y organismos de regulación y control.

CONCLUSIONES

1. Con el paso del tiempo, el mercado ha tenido un crecimiento exponencial, y cada vez han existido mayores necesidades y la búsqueda de maneras de expandir la economía, así aparecen otros medios de inversión y financiamientos distintos a los que nos ofrecen los tradicionales, teniendo como un mecanismo nuevo y atractivo al Mercado de Valores.
2. El Mercado de Valores como medio de financiamiento ofrece algunas ventajas para los interesados, teniendo mejores condiciones para el dirimir la deuda, mayor transparencia en la información, mejores tasas de interés para las partes involucradas y un control adecuado por parte de los organismos correspondientes.
3. El Estado con el fin de apoyar sectores estratégicos, crea las Empresas públicas para que estas se encarguen de la prestación de servicios a aquellos sectores a los cuales con su aparataje no puede llegar, teniendo estas una autonomía administrativa, económica y de gestión.
4. Las Empresas Estatales forman parte del sector público y poseen en su patrimonio bienes de naturaleza pública, que de acuerdo a la doctrina y a nuestro Código Civil se pueden clasificar en bienes nacionales o de uso público y aquellos denominados fiscales o de carácter privado del Estado.
5. Los bienes públicos se caracterizan por ser parte del Estado y su propiedad pertenecer a todos los habitantes con ciertas particularidades. Aquellos bienes de uso público o nacionales son totalmente inajenables y por su naturaleza se encuentran totalmente fuera del comercio, a diferencia de los bienes fiscales, cuya propiedad pertenece a todos los ciudadanos, éstos pueden ser objeto de comercio y ser enajenados previo el trámite legal correspondiente.

6. En el año 2009 entra en vigencia la Ley Orgánica de Empresas Públicas en la cual en su artículo 42 se establece la posibilidad que las mismas se financien a través del mercado de valores, mediante la emisión de obligaciones y titularización de activos, conforme la normativa aplicable para el efecto.
7. A partir de la entrada en vigencia de la Ley Orgánica de Empresas Públicas ninguna de éstas ha optado por el financiamiento a través del Mercado de Valores, lo que llama la atención en virtud de las ventajas que presenta este medio, y más aún cuando el Estado en los últimos años ha sido un participante activo en calidad de inversionista.
8. Para el caso de emisión de obligaciones y titularización de activos, existen normas dispersas que regulan la participación del sector público, sin que exista un procedimiento específico para la actuación de entes estatales.
9. La Ley de Mercado de Valores establece para la emisión de obligaciones como uno de los requisitos de fondo la obligación de constituir garantía general sobre la totalidad de los bienes del emisor, y adicionalmente se podrán constituir garantías específicas.
10. Para el caso de titularización de activos, una de las características principales y requisito de fondo es la transferencia de dominio de manera irrevocable a un patrimonio autónomo, el cual deberá cumplir con el fin de la titularización.
11. La emisión de obligaciones y la titularización de activos son formas de endeudamiento público, y al ser así se encuentran bajo el control del Comité de Deuda y Financiamiento, y adicionalmente están sometidas a la regulación establecida en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas

Públicas, en donde se definen los lineamientos y condiciones para poder optar por esta opción.

12. Conforme la normativa actual, no se podría emitir obligaciones por parte de la Empresa Pública, puesto que no se pueden constituir garantías reales ni personales que garanticen la deuda a los inversionistas, y además no se podría realizar una transferencia de dominio de ciertos bienes a un patrimonio autónomo para procesos de titularización.

13. Recapitulado las conclusiones antes descritas, se llega a la idea central que la falta de participación de las Empresas Públicas a través del Mercado de Valores como medio de financiamiento se ha generado en virtud de los vacíos legales existentes en la legislación, así como las limitaciones que se plantean en normas superiormente jerárquicas que contradicen a la Ley de Mercado de Valores y su codificación.

Más allá que el espíritu de la legislación sea el de la participación de las Empresas Públicas en el Mercado de valores, y la intención del legislador sea la misma, lastimosamente hay normas como el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas que establecen ciertas limitantes que afectan el procedimiento para financiarse de las maneras expuestas.

14. Es importante que exista una participación de las Empresas Públicas en el mercado de valores, puesto que haría más atractivo al medio e inyectaría más capital. Se hace necesario plantear posibles alternativas, el reglamentar y adecuar la normativa con el fin que las Empresas Públicas puedan optar por el financiamiento a través de emisión de obligaciones y titularizaciones, partiendo desde leyes superiormente jerárquicas hasta llegar a las inferiores, y de esta manera se tenga claro el procedimiento y no se vean afectados en ningún caso bienes de naturaleza pública, refiriéndose con afectación a que no atenten contra la sociedad o el objeto para lo cual fueron creadas las Empresas.

RECOMENDACIONES

No es tan sencillo plantear o hablar de recomendaciones en este trabajo en vista del Estado actual de la normativa, por lo que se hace necesario establecer reformas, las cuales no precisamente afectarán el fondo, sino que regularían el contorno de la Ley, ampliando las condiciones para las Empresas Públicas o entes estatales, y especificando de manera particular el proceso para este tipo de participantes, abarcando todo lo que está inmerso para éstos.

De todas maneras, se precisan algunas recomendaciones que de manera general podrían ayudar:

1. En el caso que se llegare a presentar la autorización de una emisión de obligaciones y se realice la oferta pública a través de la bolsa de valores, los inversionistas deben analizar antes de la compra con especialistas jurídicos y entidades de control, la estructura, como se garantizará la emisión y que sucederá en caso de generarse incumplimientos.
2. Para el caso de titularización de activos, los inversionistas de igual manera deberán estar al tanto de la estructura y del proceso, además de que activos se titularizan y si son parte del comercio o no.
3. A los directivos de Empresas Públicas, realizar consultas dirigidas a sus órganos de control, y debatir cómo se llevará a cabo su financiamiento a través del mercado de valores con el fin de tener una idea de la solución que puede existir.
4. Que se difundan en medios de comunicación las interrogantes respecto al financiamiento de las Empresas Públicas a través del Mercado de Valores y así generar una presión a los legisladores y a las entidades del Estado para dar un tratamiento adecuado al tema.
5. Que se incluya en la normativa que actualmente está en tratamiento, es decir la Ley Orgánica de Mercado de Valores, una distinción en cuanto a

procedimientos para las entidades estatales, o a su vez en los reglamentos que se creen para el efecto.

6. La capacitación a los especialistas en la Intendencia de Mercado de Valores y de los organismos de control en cuanto a financiamiento público a través de emisión de obligaciones y titularización de activos, con el fin que estén al tanto de las implicaciones legales de la participación de las Empresas Públicas.
7. Es importante que exista una capacitación total del sector público, específicamente a quienes estén involucrados en endeudamiento público y más aún a la Intendencia de Mercado de Valores, quienes al final aprueban o no la emisión, ya que un error en la autorización pudiera perjudicar gravemente al mercado y a la sociedad en un futuro.
8. Adicionalmente deberán existir especialistas que aprueben la participación de las Empresas Públicas en el Mercado de Valores, es decir que no solo conozcan de la normativa bursátil, sino que tengan un conocimiento amplio de endeudamiento público, bienes públicos y su manejo, para de esta manera garantizar de mejor manera su participación y que no se presenten contra tiempos con inversionistas u órganos de control públicos.

Pero antes de dar una capacitación, y elegir especialistas que autoricen la participación de las Empresas Públicas, primero se debe dar paso al tratamiento de la normativa vigente y buscar volverla viable para que puedan empezar estas empresas a ser participantes activos en el mercado de valores.

BIBLIOGRAFIA:**Libros:**

1. ARRILLAGA; La emisión de obligaciones y la protección de los obligacionistas; Edersa, 1952.
2. CARVAJAL CÓRDOVA, Mauricio; Aspectos Jurídicos de la Titularización de Activos, Biblioteca Jurídica Dike, 1996.
3. CEVALLOS VASQUÉZ Víctor; Mercado de Valores; Quito Ecuador Tomo I, Primera Edición, Editorial Jurídica del Ecuador, 1997.
4. CLARO SOLAR, Luis; Explicaciones de derecho civil chileno y comparado; De los Bienes, tomo sexto, editorial jurídica de Chile-Santiago, 1992.
5. EGUIGUREN GENARO; Derecho de Propiedad en el Ecuador; Serie Estudios Jurídicos; Quito-Ecuador, 2008.
6. ESCARRA Jean; Cours de droit comercial, Paris, Libraire du Recueil Sirey, 1952.
7. GARRIGUES; Tratado de Derecho Mercantil; Tomo I. Vol. 2. Revista de Derecho Mercantil.
8. LARREA ANDRADE, Mario. Régimen Jurídico de la Titularización de Activos; Ediciones Legales S.A., Quito-Ecuador; 2004.
9. LARREA HOLGUIN Juan, Manual elemental de derecho civil en el Ecuador; Séptima edición, Quito-Ecuador; 2005.
10. MARTORREL, Ernesto Eduardo; Tratado de los Contratos de la Empresa; Editorial Desalma. Segunda Edición; 2000.
11. MUSTO, Néstor Jorge; Derechos Reales; tomo 2, Editorial Astrea, Buenos Aires, 2007.
12. NOVOA GALAN Raúl, NOVOA MUÑOZ Gabriela. Derecho de Mercado de Capitales; Editorial Jurídica de Chile; 1995.
13. PEÑAILILLO ARÉVALO DANIEL; Los bienes, la propiedad y otros derechos reales; Editorial jurídica de Chile, Santiago-Chile; 1997.
14. SANCHEZ CALERO FERNANDO; Instituciones del Derecho Mercantil; 16 edición.

15. SANCHEZ MORON MIGUEL, BARRANCO VELA RAFAEL, CASTILLO BLANCO FEDERICO A., DELGADO PIQUERAS FRANCISCO; Los Bienes Públicos (Régimen Jurídico); Editorial Tecnos S.A.; 1997; Madrid-España.
16. SOLDEVILLA GARCÍA Emilio; La gestión de la empresa pública; Ediciones Pirámide S.A.; Madrid-España, 1978.
17. VELÁSQUEZ JARAMILLO Luis Guillermo, Bienes; Bogotá-Colombia, 2004.
18. VICENTE Y GELLA, Agustín, Los títulos de crédito en la doctrina y en el derecho positivo, Zaragoza, Institución Fernando el Católico, 1986.

Revistas:

1. SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS; Guía práctica de acceso al mercado de valores.

Cuerpos Normativos:

1. Constitución de la República; Registro Oficial 449, 20-X-2008.
2. Ley de Mercado de Valores; Suplemento del Registro Oficial 215, 22-II-2006.
3. Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores; Registro Oficial Edición Especial 1, 8-III-2007.
4. Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas; Segundo Suplemento del Registro Oficial 306, 22-X-2010.
5. Ley Orgánica de Empresas Públicas; Suplemento del Registro Oficial 48, 16-X-2009.
6. Ley Orgánica del Sistema Nacional de Contratación Pública; Suplemento del Registro Oficial 395, 4-VIII-2008.
7. Reglamento General Sustitutivo para el Manejo y Administración de Bienes del Sector Público; Registro Oficial 315, 8-XI-2010.
8. Reglamento para la Contratación de Servicios para Concretar Operaciones de Endeudamiento Público; Suplemento del Registro Oficial No. 367 20-I- 2011

DOCUMENTACION DE INTERNET:

- www.fielweb.com
- www.bolsadequito.info

ENTREVISTAS

1. Dr. Jorge Bedoya; Analista en la Dirección Jurídica Económica de Deuda Pública en el Ministerio de Economía y Finanzas.
2. Dr. Patricio Bonilla; Especialista Jurídico en la Intendencia de Mercado de Valores.
3. Dr. Francisco Jauregui; Especialista Jurídico en la Intendencia de Mercado de Valores.
4. Ab Héctor Almeida; Especialista en la Bolsa de Valores de Quito.