

El alcance de la cláusula de solución de controversias en el contrato de emisión de obligaciones como un mecanismo de protección de los inversionistas en el mercado de valores ecuatoriano

The scope of the dispute-settlement clause contained in the issuance agreement as an investor protection mechanism in the Ecuadorian securities market

Mariana Odete Andrade Borges ¹

Fecha de recepción: 4/12/2022, Fecha de aceptación: 12/12/2022

Resumen

El análisis efectuado por un inversionista previo a la adquisición de un activo financiero a través del mercado bursátil comprende la existencia en la normativa de mecanismos adecuados para el ejercicio de sus derechos, frente al potencial impago del deudor. En Ecuador, la protección al tenedor de obligaciones de largo y corto plazo es presidida por el representante de obligacionistas, a quien la regulación responsabiliza con el ejercicio de las acciones judiciales en defensa de los intereses de los tenedores, y por la asamblea de obligacionistas, que reúne la voluntad de los inversionistas de la emisión y toma decisiones por mayoría que son vinculantes para todos los obligacionistas. Adicionalmente, los inversionistas pueden acceder colectivamente a un procedimiento de solución de controversias, que se encuentra previamente estipulado en una cláusula del contrato de emisión de obligaciones y puede ser judicial o arbitral, según lo pactado por el emisor y el representante de obligacionistas. En este sentido, al restringir la reclamación judicial de los derechos de los inversionistas al representante de obligacionistas y limitar su alcance a las condiciones pactadas en la cláusula de solución de controversias, la normativa bursátil ecuatoriana se centra particularmente en la protección colectiva de los intereses de los obligacionistas. Este artículo busca analizar, a la luz de la legislación comparada de la región, el alcance de la normativa de solución de controversias como un mecanismo adecuado para la protección individual de los intereses de los obligacionistas.

Palabras clave: Obligacionista; mercado de valores; derecho bursátil; contrato de emisión, resolución de controversias; inversionista

¹Mariana Odete Andrade Borges, Abogada por la USFQ, Magister en Derecho de Empresa por la UASB, Analista Senior Legal en Bolsa de Valores Quito, Quito-Ecuador, E-mail: andradeb.mariana@gmail.com

Abstract

Prior to making any investment decision through the securities market, investors examine the existence of adequate investor protection mechanisms when potentially faced with non-performance by debtors. Ecuadorian securities law centers the efforts concerning the protection of bondholder rights on the bondholders' representative and the bondholder's meeting, tasked with the exercise of judicial actions and decision-making initiatives that are binding on all investors, accordingly. Bondholders may also access a collective dispute resolution procedure previously agreed on by their representative and the issuer on the issuance agreement, which may be judicial or arbitral in nature. In this sense, the restriction establishing that only the bondholders' representative may file a collective judicial claim on their behalf, whose scope is limited to the conditions previously established on the issuance agreement, provides the Ecuadorian securities legislation with a particular approach to the collective defense of bondholders' interests. This paper aims to examine the scope of dispute resolution regulations as an adequate mechanism for the individual protection of bondholders' rights, in view of the legislation of other countries in the region.

Keywords: Bondholders; securities market; securities law; issuance agreement; dispute settlement; investor.

¹Mariana Odete Andrade Borges, Abogada por la USFQ, Magister en Derecho de Empresa por la UASB, Analista Senior Legal en Bolsa de Valores Quito, Quito-Ecuador, E-mail: andradeb.mariana@gmail.com

INTRODUCCIÓN

El Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II (en adelante, Ley de Mercado de Valores) establece como uno de los principios rectores que deben orientar la actuación de los partícipes del mercado de valores, el principio de protección del inversionista.

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV-IOSCO), reconocida como el estándar mundial en la fijación de normas en el sector del mercado de valores, indica que para que una economía nacional sea robusta son necesarios mercados financieros nacionales sólidos, y que dicha solidez se encuentra necesariamente ligada a la protección de los inversionistas a través de la fijación de normas mínimas para los partícipes del mercado y a la supervisión de las actuaciones de los intermediarios (OICV-IOSCO, 1998, p.15).

De conformidad con los Objetivos y Principios de la OICV-IOSCO para la regulación de los mercados de valores (1998, p. 16), los inversores no solo deben estar protegidos contra prácticas engañosas en el mercado de valores, como el uso de información privilegiada, la utilización de información de mercado en beneficio del propio intermediario, y la opacidad de información; también, deben ser tratados por los intermediarios de una manera justa y equitativa, conforme a normas de conducta que contemplen un sistema completo de procedimientos de inspección, supervisión y cumplimiento de los partícipes del mercado de valores, y la posibilidad de emprender acciones cuando sus derechos se vean vulnerados.

En este sentido, es indispensable que los inversionistas tengan acceso a un mecanismo neutral de resolución de conflictos y cuenten con medios de resarcimiento y compensación adecuados por las conductas indebidas en las que pudieran incurrir los partícipes del mercado.

La hoy derogada Ley de Mercado de Valores (1998), ya contemplaba la posibilidad de que, en el contrato de emisión de obligaciones suscrito por el emisor y el representante de los obligacionistas, se establezca el trámite de solución de controversias que, según esta norma, podía ser judicial en la vía verbal sumaria o, por el contrario, arbitral a través de la correspondiente cláusula compromisoria, conforme a la Ley de Arbitraje y Mediación. Esta disposición se mantiene vigente en la Ley de Mercado de Valores (2006) actual.

Considerando que la adquisición de obligaciones por parte del inversionista implica su aceptación a las condiciones del contrato de emisión suscrito por el emisor y el representante de los obligacionistas, este artículo busca analizar el alcance de la cláusula de solución de

controversias, según los parámetros establecidos en la normativa de mercado, como mecanismo para la protección de los derechos de los inversionistas, y la alternativa de que estos puedan iniciar las acciones que consideren adecuadas para la tutela de sus derechos individuales, al margen de la actuación colectiva del representante de los obligacionistas, la asamblea de obligacionistas y las condiciones establecidas en el contrato de emisión.

Para esto, se efectuará un análisis de legislación comparada con la normativa peruana, chilena, colombiana, y uruguaya, examinando el rol del representante de obligacionistas en su defensa de los intereses de los tenedores, así como el alcance de la facultad que tiene el tenedor para ejercitar sus pretensiones individuales ante los tribunales ordinarios de justicia, evidenciando la existencia de un vacío legal en la normativa bursátil ecuatoriana en cuanto a la protección de los derechos de los inversionistas.

METODOLOGÍA

Esta investigación fue realizada siguiendo una metodología cualitativa, mediante el análisis y procesamiento de información constante en normativa ecuatoriana y regional en materia de mercado de valores, societaria y procesal, así como referenciando información de artículos de otros autores.

El alcance investigativo es descriptivo; el análisis de la figura del representante de los obligacionistas y la comparación entre la normativa ecuatoriana y regional, permitirá evidenciar que, a nivel local, existe un vacío respecto a la posibilidad de que los tenedores de obligaciones interpongan las acciones que creyeran adecuadas para la recuperación de sus acreencias y defensa de sus intereses a título individual.

MARCO TEÓRICO

Del Contrato de Emisión de Obligaciones

Son obligaciones los valores representativos de deuda emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado, a quienes la normativa de mercado de valores denomina emisores. En Ecuador, la oferta pública de emisión de obligaciones representa actualmente la modalidad de endeudamiento de renta fija más utilizada por las empresas para obtener financiamiento a través del mercado de valores (Bolsa de Valores Quito, 2022).

Análisis de las decisiones gerenciales en la gestión de proyectos del sector de la construcción durante la emergencia sanitaria

La emisión de obligaciones – también denominados bonos – podrá ser de largo o corto plazo: en la primera, el plazo del valor contado desde su emisión hasta su vencimiento es superior a trescientos sesenta días, mientras que, en la segunda, su vencimiento no supera dicho plazo (Ley de Mercado de Valores, 2006). La emisión de obligaciones, tanto de largo como de corto plazo, se instrumenta a través de un proceso denominado oferta pública, que inicia con la resolución del órgano administrativo correspondiente del emisor – por ejemplo, la junta general de accionistas o socios – de inscribir los valores en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (en adelante, SCVS) y posteriormente en la Bolsa de Valores para su negociación, e implica, entre otros aspectos, la designación de una persona jurídica que actúe como representante de obligacionistas y ejecute todos los actos necesario para la defensa de los intereses comunes de los inversionistas, también llamados obligacionistas o tenedores de obligaciones. Los derechos y responsabilidades del representante de obligacionistas, en el ejercicio de sus funciones, deben estar contenidos en un convenio de representación, a ser suscrito entre este actor y el emisor de valores.

Un aspecto fundamental dentro del proceso de oferta pública es el otorgamiento por parte del emisor y el representante de obligacionistas del contrato de emisión de obligaciones. El contrato debe contener tanto las características de la emisión – tales como el monto, rendimiento, plazo, garantías, sistemas de amortización, fecha de pago, destino de los fondos a captar, entre otros términos establecidos en el Art. 164 de la Ley de Mercado de Valores (2006) – como los derechos y obligaciones del emisor, de los obligacionistas y de su representante.

Sobre este particular, el Art. 164 de la Ley de Mercado de Valores (2006), dentro del contenido mínimo que deberá incluir el contrato de emisión, contempla lo siguiente:

Art. 164.- Del proceso de emisión.- La junta general de accionistas o de socios, según el caso, resolverá sobre la emisión de obligaciones. Podrá delegar a un órgano de administración la determinación de aquellas condiciones de la emisión que no hayan sido establecidas por ella, dentro del límite autorizado.

La emisión de obligaciones deberá efectuarse mediante escritura pública. El contrato de emisión de obligaciones deberá contener tanto las características de la emisión como los derechos y obligaciones del emisor, de los obligacionistas y de la representante de estos últimos. Dicho contrato contendrá a lo menos las siguientes menciones:

[...]

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

Se debe señalar que, ni la Ley de Mercado de Valores ni la Codificación de Resoluciones de la Junta de Política y Regulación Financiera (JPRF) (2017), que constituye la normativa secundaria que rige al mercado de valores y sus partícipes, prescriben expresamente cuál es el alcance del contenido del contrato de emisión respecto a los obligacionistas que, durante el proceso de oferta pública y previo a la negociación bursátil, no comparecen al otorgamiento del contrato ni tampoco manifiestan de forma expresa su adhesión a sus cláusulas, una vez adquieren la condición de acreedores posterior a la oferta.

Como se analizará posteriormente, si al representante de obligacionistas le corresponde la representación y actuación a nombre de los tenedores, es posible deducir que la suscripción del contrato de emisión por parte del representante de obligacionistas, implica que sus representados se encuentran sujetos a las condiciones del contrato de emisión.

No obstante, destaca la ausencia en nuestra legislación de una norma que prescriba la sujeción de los obligacionistas a las condiciones del contrato de emisión, cuando otras legislaciones similares a la ecuatoriana en materia bursátil sí la contemplan.

Así, en la legislación chilena, el artículo 118 de la Ley de Mercado de Valores (Ley No. 18.045, 1981) establece, respecto a las características consignadas en el contrato de emisión de obligaciones, lo siguiente:

Artículo 118.- La suscripción o adquisición de bonos implica para el suscriptor o adquirente, la aceptación y ratificación de todas las estipulaciones, normas y condiciones establecidas en la escritura de emisión y en los acuerdos que sean legalmente adoptados en las juntas de tenedores de bonos.

Representante de los Obligacionistas: naturaleza y obligaciones

De acuerdo con el Art. 165 de la Ley de Mercado de Valores (2006), el representante de los obligacionistas asume, en virtud del convenio de representación, la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponde a los obligacionistas durante la vigencia de la

Análisis de las decisiones gerenciales en la gestión de proyectos del sector de la construcción durante la emergencia sanitaria

emisión y hasta su cancelación total. Para esto, podrá solicitar del emisor los informes que sean necesarios para una adecuada protección de los intereses de sus representados.

La Codificación de Resoluciones de la JPRF (2017) prescribe que el representante de los obligacionistas deberá ser una persona jurídica especializada en tal actividad, que se encuentre inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores de la SCVS y cuente con conocimientos y experiencia mínima de dos (2) años en las ramas legal y financiera en materia de mercado de valores. En este sentido, el representante de obligacionistas no debe ser entendido como una persona natural que ejerce representación de los tenedores de las obligaciones, sino como el órgano designado por el emisor que cumple con las obligaciones y responsabilidades establecidas en la normativa de mercado de valores, el contrato de emisión y el convenio de representación.

Respecto a estas obligaciones, el Art. 167 de la Ley de Mercado de Valores (2006) establece como obligaciones generales, entre otras: verificar el cumplimiento por parte del emisor de las cláusulas, términos y demás obligaciones contraídas en el contrato de emisión; velar por el pago equitativo y oportuno a todos los obligacionistas, de los correspondientes intereses, amortizaciones y reajustes de las obligaciones sorteadas o vencidas; y, acordar con el emisor las reformas específicas al contrato de emisión que hubiera autorizado la asamblea de obligacionistas. Adicionalmente, la Codificación de Resoluciones de la JPRF (2017) agrega las siguientes responsabilidades:

Art. 5.- Responsabilidades del representante de obligacionistas: El representante de los obligacionistas, a más de las facultades y obligaciones establecidas en la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias; en el contrato de emisión, en el convenio de representación y, por la asamblea de obligacionistas siempre que no contraríe lo establecido en la ley, tendrá las siguientes responsabilidades:

1. Realizar todos los actos que sean necesarios para el ejercicio de los derechos y la defensa de los intereses comunes de los tenedores.
2. Llevar a cabo actos de disposición para los cuales lo faculte la asamblea de tenedores.
3. Actuar, en nombre de los tenedores de las obligaciones, en los procesos judiciales y en los de quiebra o concordato; así como en los que se produzcan como consecuencia de la toma de posesión de los bienes y haberes o la intervención administrativa o liquidación de que sea objeto la entidad emisora.

[...]

4. Representar a los tenedores en todo lo concerniente a su interés común.
5. Intervenir, previa autorización de la asamblea de tenedores de obligaciones, con voz pero sin voto, en todas las reuniones de la junta general de accionistas o junta de socios de la entidad emisora; siempre y cuando dentro del orden del día, se trate sobre la emisión de obligaciones, la emisión de papel comercial o la emisión de obligaciones convertibles en acciones.
6. Convocar y presidir la asamblea de tenedores de obligaciones.
7. Solicitar a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros las revisiones de los libros de contabilidad y demás documentos de la sociedad emisora o cualquier situación que implique cualquier indicio de incumplimiento de las condiciones del contrato de emisión. Este hecho deberá ponerlo en conocimiento hasta el día hábil siguiente de acaecido, o de tener conocimiento del mismo.
8. Informar a los tenedores de obligaciones, a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros y a la Calificadora de Riesgos, sobre cualquier incumplimiento por parte de la entidad emisora, o cualquier situación que implique la probabilidad de incumplimiento de las condiciones del contrato de emisión. Este hecho deberá ponerlo en conocimiento hasta el día hábil siguiente de acaecido, o de tener conocimiento del mismo.

De esta norma se colige que las responsabilidades citadas son independientes a su inclusión expresa en el contrato de emisión o el convenio de representación suscrito con el emisor, al tratarse de responsabilidades atribuidas por la ley. Respecto a la solución de controversias que surgieren en el proceso de oferta pública, el numeral 3 establece que el representante de los obligacionistas deberá actuar en nombre de los tenedores de los obligacionistas, en los procesos judiciales, dejando en claro que dicha representación no es facultativa.

En este sentido, se considera que las funciones del representante de los obligacionistas revisten especial importancia en el evento del incumplimiento por parte del emisor de sus obligaciones de pago del principal y/o intereses del título valor, conforme a las condiciones establecidas en el contrato de emisión (Torres García, 2013, p. 61). Es así que el representante, como única persona facultada en el contrato de emisión y convenio de representación de obligacionistas, se encuentra llamado a ejecutar todas las acciones y

Análisis de las decisiones gerenciales en la gestión de proyectos del sector de la construcción durante la emergencia sanitaria

procedimientos tendientes a proteger el interés colectivo de los obligacionistas, responsabilidad que resulta muy significativa considerando que la emisión de obligaciones puede implicar la existencia de un gran número de inversionistas.

Representación en el trámite de solución de controversias

Respecto a la facultad del representante de los obligacionistas de actuar en los procesos judiciales en su nombre, la norma no especifica si la representación se limita a aquellos procesos judiciales en el contexto de la cláusula de solución de controversias incluida en el contrato de emisión, o si dicha actuación en nombre de los obligacionistas se extiende a todo proceso judicial, sin importar su índole. Tendemos a pensar que dicha actuación se extiende a todo proceso judicial, puesto que, de todas maneras, el numeral 4 del Art. 5 de la Codificación de Resoluciones de la JPRF (2017) antes citado indica como responsabilidad del representante de los obligacionistas: “4. Representar a los tenedores en todo lo concerniente a su interés común”.

Esta cláusula paraguas que otorga al representante de los obligacionistas una facultad general de representación, es de especial relevancia cuando el trámite de solución de controversias estipulado en el contrato de emisión es la solución arbitral. El numeral 3 del Art. 5 antes citado, menciona como responsabilidad del representante el “Actuar, en nombre de los tenedores de las obligaciones, en los procesos judiciales [...]”; sin embargo, ni la Ley de Mercado de Valores (2006) ni la Codificación de Resoluciones de la JPRF (2017) mencionan expresamente como facultad o responsabilidad del representante de obligacionistas, la actuación en su nombre en procesos arbitrales. En este sentido, esta norma de representación general permitiría al representante de los obligacionistas actuar en nombre de los tenedores en procesos arbitrales, cuando se haya estipulado cláusula compromisoria en el contrato de emisión.

Cuestiones objeto de controversia y representación

Un aspecto que resalta al analizar la legislación comparada en materia de las obligaciones del representante de obligacionistas es aquel relacionado con las cuestiones que pueden ser objeto de controversia, y consecuentemente, de representación en un proceso judicial o arbitral. En la legislación peruana, la Ley General de Sociedades (Ley No. 26887, 1997)

prescribe en el Art. 325 las facultades, derechos y responsabilidades del representante de los obligacionistas, estableciendo en el numeral 11 lo siguiente:

Artículo 325.- Representante de los obligacionistas

El Representante de los Obligacionistas es el intermediario entre la sociedad y el sindicato y tiene cuando menos, las facultades, derechos y responsabilidades siguientes:

(...)

11. Iniciar y proseguir las pretensiones judiciales y extrajudiciales, en especial las que tengan por objeto procurar el pago de los intereses y el capital adeudados, la ejecución de las garantías, la conversión de las obligaciones y la práctica de actos conservatorios.

Si bien esta norma no agota aquellas cuestiones objeto de las pretensiones judiciales y extrajudiciales a ser iniciadas por el representante de los obligacionistas, sí enfatiza aquellas relacionadas con el pago de las acreencias a los tenedores, cuestiones esenciales considerando que, en lo que respecta a la protección del inversionista, el mercado financiero debe buscar honrar el derecho de los tenedores al pago de su acreencia.

En nuestra legislación, por el contrario, la norma que otorga la responsabilidad al representante de los obligacionistas de actuar en los procesos judiciales a nombre de los tenedores, no menciona el alcance de las controversias objeto de estos procesos; no obstante, el Art. 167 de la Ley de Mercado de Valores (2006) sí enfatiza como una de las obligaciones del representante de obligaciones, aquella relacionada con el ejercicio del derecho económico del inversionista a recibir el pago de su inversión:

Art. 167.- De las obligaciones del representante de obligacionistas.- Serán obligaciones especiales de los representantes de los obligacionistas las siguientes:

(...)

d) Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los obligacionistas, de los correspondientes intereses, amortizaciones y reajustes de las obligaciones sorteadas o vencidas, pudiendo actuar como agente pagador en caso de haberlo convenido con la compañía emisora.

Aun cuando el literal d) citado resalta como una de las obligaciones del representante el velar por el pago al inversionista de sus acreencias, la redacción de la norma peruana permite al

Análisis de las decisiones gerenciales en la gestión de proyectos del sector de la construcción durante la emergencia sanitaria

tenedor conocer con certeza y claridad que los procedimientos judiciales ejercidos por su representante procurarán de manera especial este objetivo, lo cual se traduce en una normativa con mayor enfoque a la protección del inversionista.

De la Asamblea de Obligacionistas

Mientras que el representante de los obligacionistas es considerado como un órgano unipersonal de gestión, la asamblea de obligacionistas es definida como un órgano colectivo deliberante (Broseta Pont, 1987, p.287). La asamblea de obligacionistas se constituye por los tenedores de cada emisión de obligaciones, quienes deben acreditar esta calidad pudiendo concurrir a la asamblea personalmente o mediante mandatario debidamente facultado mediante carta poder o poder otorgado ante notario (Ley de Mercado de Valores, 2006).

Con un funcionamiento similar a la junta general de accionistas, se considera que la asamblea de obligacionistas permite congregar la voluntad de los tenedores de obligaciones a fin de adoptar las medidas que tengan por objeto asegurar su propia defensa, en particular, respecto al pago de los títulos que componen la deuda adquirida (Aparicio, 1986, p.103). En la normativa ecuatoriana, la Ley de Mercado de Valores (2006) otorga a la asamblea de obligacionistas cuatro obligaciones puntuales:

1. Aprobar el informe de gestión del representante de obligacionistas, sobre el cumplimiento de sus obligaciones;
2. Designar nuevo representante de los obligacionistas, si lo estimare conveniente;
3. Confirmar al representante de los obligacionistas designado por el emisor en la escritura del contrato de emisión, si lo estimare conveniente; y,
4. Autorizar modificaciones al contrato de emisión propuestas por el emisor.

A diferencia de la legislación peruana, cuya Ley General de Sociedades (Ley No. 26887, 1997) establece en el Art. 322 que es competencia de la asamblea disponer la iniciación de los procesos judiciales o administrativos correspondientes, en Ecuador dicha obligación ha sido atribuida al representante de los obligacionistas. Sin embargo, la normativa no indica si el representante requiere, previo al inicio de dichas acciones, de una autorización por parte de la asamblea de obligacionistas facultando dicha actuación.

En lo concerniente a la convocatoria a la asamblea, el Art. 169 de Ley de Mercado de Valores (2006) establece cuatro supuestos para que el representante de los obligacionistas la efectúe:

Análisis de las decisiones gerenciales en la gestión de proyectos del sector de la construcción durante la emergencia sanitaria

1. Cuando así lo justifique el interés de los tenedores, a juicio del representante de los obligacionistas;
2. Cuando así lo solicite el emisor;
3. Cuando lo soliciten obligacionistas que reúnan, a lo menos, el veinte por ciento del valor nominal de las obligaciones en circulación de la respectiva clase o emisión; y,
4. Cuando lo requiera la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, con respecto a los emisores sometidos a su control, sin perjuicio de convocarla directamente en cualquier tiempo.

Si el representante no hubiere efectuado la convocatoria, le corresponderá a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros a petición del emisor o de los obligacionistas.

Por su parte, el quorum para instalación y deliberación de la asamblea es variable, considerando los siguientes elementos:

1. En primera convocatoria: la asamblea se instalará con la presencia de obligacionistas que representen al menos el cincuenta por ciento de las obligaciones en circulación, y sus decisiones se tomarán por mayoría simple;
2. En segunda convocatoria: la asamblea se instalará con los obligacionistas presentes, y sus decisiones se tomarán con el voto favorable de las dos terceras partes de las obligaciones constitutivas del quórum;
3. Para resolver la sustitución del representante de obligacionistas: tanto en primera como en segunda convocatoria, se requerirá el voto favorable de más del cincuenta por ciento de las obligaciones en circulación;
4. Para autorizar modificaciones al contrato de emisión propuestas por el emisor: tanto en primera como en segunda convocatoria, se requerirá dos terceros de los votos pertenecientes a los instrumentos de emisión correspondiente. No obstante, cuando las modificaciones afecten ciertas condiciones de la emisión, como tasas de interés o su forma de reajuste, el plazo y forma de pago de capital e intereses, entre otras contempladas en el Art. 168 de la Ley de Mercado de Valores, se requerirá de la resolución unánime de los obligacionistas de la clase y emisión correspondientes.

Los acuerdos legalmente adoptados por la Asamblea tendrán efecto obligatorio para todos los obligacionistas de esa emisión.

El requisito de votación unánime para que la asamblea pueda modificar aquellas condiciones de la emisión consideradas de mayor relevancia para los obligacionistas, es riguroso en comparación con el estándar aplicado en otras legislaciones de la región. Así, según Gallegos (2013, p. 28), en Chile y en Uruguay se requiere de un quorum de adopción no inferior al setenta y cinco por ciento de los tenedores de la emisión respectiva para efectuar este tipo de modificaciones, mientras que la Ley de Mercado de Valores de Perú (1996) faculta a la asamblea de obligacionistas la modificación de toda condición de la emisión, sin especificar quórum alguno.

La Cláusula de Solución de Controversias en el Contrato de Emisión

Habiendo examinado tanto el proceso de emisión de obligaciones como las responsabilidades y obligaciones del representante de obligacionistas y asamblea de obligacionistas, corresponde analizar el alcance de la cláusula de solución de controversias en el contrato de emisión como medio de protección de los inversionistas, a la luz de la realidad bursátil ecuatoriana.

Procedimiento judicial de solución de controversias

El Art. 164 de la Ley de Mercado de Valores establece que, de estipularse dentro del contrato de emisión el procedimiento judicial como trámite de solución de controversias, correspondería como vía de tramitación la verbal sumaria.

La vigencia del Código Orgánico General de Procesos (en adelante, COGEP) reformó las vías de tramitación de procesos judiciales que fueron la norma por muchos años en Ecuador, entre estas, la verbal sumaria. Así, el numeral 2 de la Disposición Reformatoria Primera del COGEP prescribe que, en todas las disposiciones legales o reglamentarias vigentes, se sustituya “juicio verbal sumario” por “procedimiento sumario” (COGEP, 2015). Consecuentemente, cuando el trámite de solución de controversias estipulado en el contrato de emisión sea el judicial, el representante de los obligacionistas deberá optar por el procedimiento sumario como vía de tramitación, caracterizado por tener una sola audiencia en primera instancia, con dos etapas: la primera, para el saneamiento y fijación de los puntos del debate y conciliación; y la segunda, de prueba y alegatos.

La elección del legislador del procedimiento sumario como vía de tramitación de todas las reclamaciones de los obligacionistas llama la atención, considerando que la Ley de Mercado

de Valores (2006) otorga a las obligaciones, tanto de largo como de corto plazo, el carácter de títulos valor, y consecuentemente de títulos ejecutivos para los efectos previstos en el COGEP (2015), en virtud de la Disposición General Décimo Primera y del Art. 2:

Art. 2.- Concepto de valor.- Para efectos de esta Ley, se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.

[...]

Décima Primera.- De las características de los valores.- Los valores a que se refiere el artículo 2 de esta Ley, tienen el carácter de títulos valor, en consecuencia, incorporan un derecho literal y autónomo que se ejercita por su portador legitimado según la ley, constituyen títulos ejecutivos para los efectos previstos en el Código Orgánico General de Procesos. Se presume, salvo prueba en contrario, su autenticidad así como la licitud de su causa y la provisión de fondos.

Los valores pueden emitirse nominativos, a la orden o al portador, si son nominativos circularán por cesión cambiaria inscrita en el registro del emisor; si son a la orden por endoso; si son al portador, por la simple entrega.

Esto implica que el tenedor de obligaciones podría acudir inicialmente al procedimiento ejecutivo como vía de tramitación judicial adecuada para exigir del emisor el pago de los valores correspondientes a la amortización de capital e intereses, cuando la obligación sea de plazo vencido.

Si bien las controversias que pudieren surgir entre obligacionistas y emisor en virtud del contrato de emisión no se agotan en el pago de valores adeudados, cabe plantear en esta instancia la siguiente pregunta: ¿el establecimiento en el Art. 164 de la Ley de Mercado de Valores (2006) del procedimiento sumario como única vía de tramitación judicial, impediría que el representante de los obligacionistas impulse una acción en vía ejecutiva para cobro de los valores adeudados por el emisor, aparejando la obligación vencida como título ejecutivo?

No existiendo una solución a esta interrogante en la normativa de valores vigente, el numeral 1 del Art. 332 del COGEP indica que se tramitarán por el procedimiento sumario las acciones “ordenadas por la ley”, por lo que, existiendo un mandato de la Ley de Mercado de Valores para que la controversia siga el procedimiento sumario, no cabría una vía de tramitación alternativa, y toda controversia judicial entre emisores y tenedores, en la que actúe a su nombre el representante de los obligacionistas, deberá seguir exclusivamente el procedimiento sumario.

Por otro lado, habiendo establecido que es el representante de los obligacionistas el responsable de actuar a nombre de los tenedores en los procesos judicial, cabe analizar también la siguiente interrogante que, para efectos de la protección de los inversionistas, es aún más importante: ¿pueden uno o varios tenedores, frente a la inacción del representante de los obligacionistas, iniciar de manera individual su propia acción en vía judicial, acogiéndose al procedimiento ejecutivo establecido en el COGEP?

La normativa de mercado de valores tampoco es clara respecto a este particular. Si bien por un lado dota a las obligaciones del carácter de títulos ejecutivos, lo cual permitiría a su titular iniciar la acción de cobro por vía ejecutiva, por el otro, restringe la actuación del tenedor a la cláusula de resolución de controversias en el contrato de emisión, esto es, al procedimiento sumario. Adicionalmente, responsabiliza al representante de los obligacionistas con la actuación a nombre de los tenedores en los procesos judiciales, limitando la esfera de actuación individual del obligacionista.

La ausencia en la normativa de mercado de valores de esta posibilidad de actuación al margen de las responsabilidades y obligaciones del representante de obligacionistas, constituye una vulneración al principio de protección del inversionista a título individual, quien, en tanto acreedor autónomo e independiente, debería estar legitimado para ejercitar cuantas acciones estimare pertinentes para salvaguardar sus derechos y exigir sus acreencias, con independencia de la actuación del representante de los obligacionistas a nombre colectivo (Veiga, 2009, p. 807).

Este vacío de la normativa ecuatoriana contrasta con la legislación de otros países en la región, que contemplan disposiciones expresas dirigidas a la tutela de los derechos individuales de los obligacionistas:

- a. En Perú, el Art 326 de la Ley General de Sociedades (1997) permite que los obligacionistas puedan ejercer individualmente las pretensiones individuales que les

correspondan para, entre otras facultades, exigir de la sociedad emisores, mediante el proceso de ejecución, el pago de intereses, obligaciones, amortizaciones o reembolsos vencidos, cuando sobre el mismo objeto no se encuentre en curso una acción del representante de los obligacionistas;

- b. En Chile, la Ley Núm. 18.045 del Mercado de Valores (1981), prescribe en el Art. 120 la facultad de cualquier tenedor, frente al incumplimiento por el emisor de las obligaciones de pago por concepto de amortización de capital e intereses, de demandar el cobro de las deudas pendientes en su favor, sin que para ello se requiera el acuerdo previo de los demás acreedores de la emisión, es decir, con independencia de la asamblea de tenedores.
- c. En Colombia, el Decreto Único 255 (2010), por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores, establece en el Art. 6.4.1.1.16:

Los tenedores de bonos y de cupones podrán ejercitar individualmente las acciones que les correspondan, cuando no contradigan las decisiones de la asamblea general de los tenedores de bonos, o cuando el representante no las haya instaurado.

La actuación del representante de obligacionistas es, tanto en las legislaciones mencionadas como en la ecuatoriana, eminentemente colectiva. Sin embargo, la diferencia entre la normativa ecuatoriana y aquella de los países mencionadas, es que estos otorgan a los inversionistas un panorama claro respecto a qué procedimientos pueden seguir para ejercitar sus derechos de manera individual, cuando la asamblea de obligacionistas o el representante no los hayan tutelado.

Procedimiento arbitral como trámite de solución de controversias en el contrato

La estipulación de la solución arbitral en el contrato de emisión de obligaciones como trámite de solución de controversias entre emisores y obligacionistas, no trae menos complicaciones que la solución judicial antes analizada, en especial para los inversionistas que preferirían optar por ejecutar sus pretensiones en la vía judicial.

No existiendo disposiciones en la normativa de mercado de valores que faculten a los obligacionistas a optar por la vía judicial, la solución arbitral pierde su esencia como procedimiento alternativo en este contexto. Jara (2017) indica que en el arbitraje se considera que el peso del elemento convencional y la autonomía de la voluntad permiten a las partes

ajustar el procedimiento a sus necesidades (p. 8). Sin embargo, cuando los obligacionistas no consintieron a la estipulación de una cláusula compromisoria, pactada entre el emisor y el representante en el contrato de emisión y a la cual tienen que adherirse como consecuencia de la compra de títulos valores en el mercado, esta podría terminar vulnerando su derecho a contar con un medio de resarcimiento y compensación adecuado frente al incumplimiento del emisor.

Frente a esto, la única solución que permitiría al obligacionista optar por la vía judicial, sería la modificación por parte de la asamblea de obligacionistas del contrato de emisión, conforme lo establece el literal d) del Art. 168 de la Ley de Mercado de Valores (2006), sustituyendo la cláusula compromisoria por el trámite judicial de resolución de controversias:

Art. 168.- De las asambleas de obligacionistas y su constitución.- La asamblea de obligacionistas está constituida por los tenedores de cada emisión de obligaciones. Corresponde a la asamblea de obligacionistas:

[...]

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

De la norma citada se coligen dos elementos que no hacen de esta facultad un medio efectivo para tutelar los derechos de los obligacionistas:

- a. Las modificaciones al contrato a ser autorizadas por la asamblea deben ser propuestas por el emisor, esto es, debe ser el emisor quien proponga la sustitución de la cláusula compromisoria, no la asamblea;
- b. La modificación debe ser aprobada con dos tercios de los votos pertenecientes a los instrumentos de la emisión, quorum que no permitiría la modificación cuando esta sea apoyada únicamente por obligacionistas minoritarios.

En virtud de que la sujeción a un procedimiento arbitral de todas las controversias con ocasión de la emisión de obligaciones podría ser considerada como un arbitraje forzoso, la legislación chilena otorga a los obligacionistas la posibilidad de someter el asunto al conocimiento de los tribunales ordinarios de justicia, aun cuando existiere cláusula

compromisoria (Gallegos, 2013, p.42). Así, el Art. 104 de la Ley No. 18.045 de Mercado de Valores (1981) establece:

Artículo 104.- Al requerirse la inscripción de una emisión de bonos, el emisor deberá acompañar a la Comisión ejemplares de la escritura pública que hubiera otorgado con el representante de los futuros tenedores de bonos, el que será designado por el emisor en el mismo instrumento, sin perjuicio de que pueda ser sustituido en cualquier tiempo por la junta general de tenedores de bonos.

[...]

La Comisión, mediante la dictación de normas de carácter general, establecerá las menciones obligatorias que deberá contener la escritura pública, las cuales deberán referirse, a lo menos, salvo las excepciones que este organismo determine, a normas relativas a:

[...]

h) La naturaleza del arbitraje a que deberán ser sometidas las diferencias que se produzcan con ocasión de la emisión, de su vigencia o de su extinción, según se expresa en el artículo siguiente. Si en la escritura nada se dijera, se entenderá que estas diferencias deberán ser conocidas por uno o más árbitros arbitradores.

No obstante lo dispuesto en el inciso precedente, al producirse un conflicto el demandante siempre podrá sustraer su conocimiento de la competencia de árbitros y someterlo a la decisión de la justicia ordinaria (énfasis añadido).

La Ley de Mercado de Valores de Perú (1996) establece un criterio similar en el Art. 340, que regula el arbitraje como mecanismo de solución de controversias entre los partícipes del mercado de valores:

Artículo 340.- Arbitraje

Cualquier controversia o reclamo que tuvieran los inversionistas con los emisores, los representantes de los obligacionistas, los agentes de intermediación, las bolsas y otros organismos rectores de mecanismos centralizados, las sociedades administradoras, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades tituladoras, fiduciarios y fideicomisarios, las empresas clasificadoras de riesgo, las instituciones de compensación y liquidación de valores y en general, entre los participantes en el mercado de valores, relacionados con los derechos y

Análisis de las decisiones gerenciales en la gestión de proyectos del sector de la construcción durante la emergencia sanitaria

obligaciones derivados de la presente ley, podrán ser sometidos a arbitraje de conformidad con la Ley General de Arbitraje.

Los inversionistas tendrán derecho, más no la obligación de someter a arbitraje cualquier disputa que tuvieran con los referidos participantes en el mercado de valores. El procedimiento de elección del o los árbitros podrá ser acordado libremente por las partes, una vez que el inversionista haya optado por someter la disputa a arbitraje. A falta de acuerdo, el arbitraje será de tres (3) árbitros, en cuyo caso cada parte elegirá un árbitro y los dos árbitros elegidos deberán elegir al tercero, quien presidirá el tribunal arbitral (énfasis añadido).

En esta línea, estas legislaciones contemplan normativa expresa que permite a los inversionistas elegir – al margen de la colectividad de la asamblea de obligacionistas y de las actuaciones del representante – aquel mecanismo que consideren más adecuado para la defensa de sus intereses particulares, en aras de brindar un marco jurídico que proteja los derechos de los inversionistas.

CONCLUSIONES

El principio de protección del inversionista constituye un pilar que rige la actividad regulatoria en el mercado de valores y se estructura en base a la incorporación de estándares que, por un lado, velan por los intereses colectivos de los inversionistas a través de entidades como la asamblea de obligacionistas y su representante; y, por otro, permiten que los inversionistas accedan a un mecanismo de solución de controversias adecuado y efectivo para el ejercicio de sus derechos.

La inclusión en la normativa de la asamblea de obligacionistas y su representante como órgano colectivo que actúa en interés del grupo de tenedores debería permitir una mejor defensa de los intereses de los obligacionistas, especialmente frente al emisor. Sin embargo, cuando en la normativa ecuatoriana la competencia de la asamblea se limita a aspectos formales y a la modificación del contrato de emisión, y la defensa de los derechos de los inversionistas se restringe a la actuación colectiva y depende del impulso del representante de obligacionistas, la existencia de un órgano colectivo que adopta sus decisiones por mayoría puede limitar los derechos individuales de cada tenedor.

Esta limitación se deriva también de la vaguedad en la redacción de la Ley de Mercado de Valores y la Codificación de Resoluciones de la JPRF, en cuanto a la posibilidad de que los obligacionistas ejerzan a título individual las acciones necesarias para recuperar sus acreencias por vía judicial y mediante procedimiento ejecutivo, en virtud de ser tenedores de títulos valores con esta calidad, frente a la inacción del representante de los obligacionistas. Tras el análisis efectuado, la normativa parecería indicar que, incluso cuando el representante de obligacionistas no iniciare las acciones judiciales correspondientes en nombre de los tenedores, los obligacionistas no podrían optar por el procedimiento ejecutivo, al ser el estándar en la cláusula de solución de controversias el procedimiento sumario.

Adicionalmente, la norma forzaría a los obligacionistas a adherirse a una cláusula compromisoria establecida en un contrato que no suscribieron, sin otorgarles la posibilidad de excluir aquella alternativa con miras a iniciar las acciones de las que se crean asistidos ante la justicia ordinaria.

La falta de claridad en la norma respecto a la distinción entre el ejercicio colectivo e individual de los derechos de los obligacionistas genera inseguridad jurídica y trae como consecuencia que las disposiciones relativas a los mecanismos de solución de controversia no cuenten con el alcance necesario para brindar una adecuada protección a los tenedores del mercado de valores ecuatoriano.

Consecuentemente, se sugiere una reforma a la normativa primaria y secundaria de mercado de valores que incorpore mecanismos para el ejercicio individual de las acciones judiciales de los obligacionistas, a fin de equiparar nuestra legislación a los estándares expuestos en otros países de la región.

REFERENCIAS

- Aparicio, M. L. (1986). La Organización de los tenedores de Obligaciones en la Sociedad Anónima (Estudio Especial de la Asamblea de Obligacionistas). Tesis Doctoral, Universidad Autónoma de Madrid, 1-388.
https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/4342/29474_aparicio_gonzalez_maria_luisa.pdf?sequence=1&isAllowed=y.
- Bolsa de Valores de Quito (Mayo 2022). Informe Bursátil Mensual sobre las Negociaciones a Nivel Nacional. Departamento Estadístico Financiero
- Broseta Pont, M. (1987). Manual de Derecho Mercantil. Madrid: Editorial Tecnos.
- Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros, Libro II (2017, Julio 24). Junta de Política y Regulación Financiera. Registro Oficial Edición Especial 44.
- Código Orgánico General de Procesos (2015, Mayo 22). Registro Oficial Suplemento 506.
- Decreto 2555 (2010, Julio 15). Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Diario Oficial No. 47.771.
- Decreto Legislativo No. 861 (1996, Octubre 22). Texto único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores]. Diario Oficial El Peruano.
- Jara Vásquez, M. E. (2017). Tutela arbitral efectiva en Ecuador. Serie Derecho y Sociedad. editado por Claudia Storini. Quito, Corporación de Estudios y Publicaciones, 1-349.
<http://hdl.handle.net/10644/7088>.
- Ley de Mercado de Valores (1998, Julio 23). Registro Oficial 367.
- Ley de Mercado de Valores (2006, Febrero 22). Registro Oficial Suplemento 215.
- Ley General de Sociedades No. 26887 (1997, Diciembre 9). Diario Oficial El Peruano.
- Ley No. 18.045 de Mercado de Valores (1981, Octubre 22). Diario Oficial.
- Organización Internacional de Comisiones de Valores. (Septiembre 1998). Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores. OICV-IOSCO, 1-53.
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf>.

- Gallegos, J. (Junio 2013). Mecanismos de protección de los tenedores de bonos en el mercado de valores chileno. *Prolegómenos*, 16 no. 31, 21-44.
<https://doi.org/10.18359/dere.649>
- Torres García, F. (2013). La Regulación del Representante de los Obligacionistas en el Ámbito del Mercado de Valores. *Revista Derecho y Sociedad*, no. 41, 57-65.
<https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/article/view/12762/13320>
- Veiga, A. (2009). *Créditos e Insolvencia*. Bogotá: Editorial Universidad del Rosario, 1-868.