

UNIVERSIDAD INTERNACIONAL SEK
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y
SOCIALES

Trabajo de fin de carrera titulado:

LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL
ECUADOR

Realizado por:

ANDREA LUCÍA NAVARRETE
SOLANO DE LA SALA

Como requisito para la obtención del título de
ABOGADA DE LOS TRIBUNALES DE LA
REPÚBLICA DEL ECUADOR

QUITO, NOVIEMBRE DEL 2009

DECLARACIÓN JURAMENTADA

Yo, Andrea Navarrete Solano de la Sala, declaro bajo juramento que el trabajo aquí descrito es de mi autoría, que no ha sido previamente presentada para ningún grado o calificación profesional; y, que he consultado las referencias bibliográficas que se incluye en este documento.

A través de la presente declaración cedo mis derechos de propiedad intelectual correspondientes a este trabajo, a la UNIVERSIDAD INTERNACIONAL SEK, según lo establecido por la Ley de Propiedad Intelectual, por su Reglamento y por la normatividad institucional vigente.

Andrea Navarrete Solano de la Sala

DECLARATORIA

El presente trabajo de investigación de fin de carrera, titulado
LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL ECUADOR

Realizado por la alumna

ANDREA LUCIA NAVARRETE SOLANO DE SALA

como requisito para la obtención del título de
ABOGADA DE LOS TRIBUNALES DE LA REPÚBLICA DEL ECUADOR

ha sido dirigido por el profesor

DR. JUAN CARLOS MORALES

quien considera que constituye un trabajo original de su autor.

Dr. Juan Carlos Morales

Director

Los profesores informantes

Dr. Paúl Pacheco

Dra. Patricia Alvear

después de revisar el trabajo escrito presentado,
lo han calificado como apto para su defensa oral ante el tribunal examinador.

Dr. Paúl Pacheco

Dra. Patricia Alvear

Quito, a 20 de Noviembre del 2009

RESUMEN EJECUTIVO

El proceso de titularización está contemplado en la Ley de Mercado de Valores (LMV) desde hace unos dieciséis años, y desde hace seis años se lleva a cabo el proceso de titularización en la Bolsa de Valores, y los resultados obtenidos han sido exitosos para las empresas u originadores, también llamados constituyentes y los inversionistas que han empleado este mecanismo.

La titularización en el ámbito internacional inició en Estados Unidos después de la gran depresión, en los años treinta, cuando los préstamos otorgados se convirtieron en instrumentos negociables: esta transformación se la denominó titularización del crédito. No fue sino hasta en 1970 donde el Gobierno de Estados Unidos de América (EUA) crea un organismo para desarrollar los procesos de titularización; sin embargo, tuvo que pasar 10 años para que el resultado se dé, el cual era que se difundiera y se promocionara en Estados Unidos este proceso. En Europa (Francia, España e Italia) como en Sudamérica (Ecuador) el proceso de titularización no tiene más que dieciséis años, en promedio.

Para definir el proceso de titularización me remito a la LMV (Art. 138) y a otros autores como Juan Carlos Peralvo y Silvio Lisoprawski, los que sostienen que es el proceso de titularización es aquel mediante el cual se emiten valores los cuales tienen la característica de ser libremente negociables en el mercado bursátil, y que representan derechos de activos que se encuentran agrupados de manera independiente a los patrimonios de los participantes en este proceso, y que tienen la capacidad de generar flujos de caja o activos líquidos.

En el proceso de titularización es necesaria la intervención de las partes, las cuales cumplen papeles precisos y específicos, y su desempeño se verá reflejado en el

resultado de la titularización. Las partes que intervienen son: a) Originador, la persona, natural o jurídica, en cuyo interés recae la creación de un patrimonio autónomo. Se le llama originador porque es quien posee los activos que pasarán a formar parte de dicho patrimonio, cediéndolos a la sociedad de titularización; es decir, “origina” todo el proceso de titularización; b) Fiduciaria, es la persona jurídica que se encarga de administrar, de forma eficiente y segura, los fondos de titularización o patrimonios autónomos que le son conferidos por el/los originador/es, de tal manera que los pagos correspondientes a los valores emitidos con cargo a este fondo, se efectúen para beneficio de los tenedores de valores; c) Agente de Manejo, es la entidad que se encarga de organizar los activos que formarán parte del patrimonio autónomo que se va a titularizar, de tal manera que se establezcan los términos y condiciones bajo los cuales funcionará el proceso de titularización para satisfacer dos fines: la necesidad de liquidez inmediata del originador, y la creación de un producto financiero atractivo en cuanto a plazos, riesgos y rendimientos para el inversionista. Este rol lo puede desempeñar el agente de manejo. El patrimonio autónomo lo constituyen aquellos activos cedidos por el originador con el objeto de emitir valores de oferta pública respaldados en este. Se le denomina “autónomo” porque no debe formar parte del patrimonio de ninguno de los participantes en el proceso de titularización; su única finalidad es la de respaldar los valores que se emiten a su cargo; d) Colocador, es quien se encarga de colocar la emisión de valores de oferta pública en la Bolsa correspondiente para su negociación. Este rol lo desempeña una casa de valores autorizada; e) Casa de Valores, es la entidad acreditada por la Superintendencia de Compañías para servir de mediador en el mercado bursátil entre inversionistas y empresas, correspondiéndole la labor de mercadear los valores emitidos por estas para ser adquiridos por aquellos; f) Calificadora de riesgo, es la entidad, acreditada por la Superintendencia, encargada de asignar una calificación de

riesgo a la emisión de valores provenientes de un fondo de titularización; g) Tenedores de valores o inversionistas, son aquellas personas naturales o jurídicas que adquieren los valores de oferta pública emitidos por la Fiduciaria con cargo al patrimonio autónomo, invirtiendo para este efecto, su excedente de efectivo en dichos valores; h) Representante de los tenedores de valores o inversionistas, es la persona jurídica que vela por los intereses de aquellos inversionistas que poseen valores correspondientes a la emisión titularizada. Esta persona debe exigir cuentas al agente de manejo y velar por el pago de los beneficios derivados del fondo de titularización a sus representados. Además, le corresponde verificar que el patrimonio autónomo sea estructurado efectivamente, así como también la tutela del proceso de titularización en una primera instancia, aún cuando no hayan inversionistas a quién representar. Como se aprecia, la labor de esta persona comienza desde que inicia el proceso; i) Comité de vigilancia, Este órgano está conformado por tres miembros mínimo, elegidos por los tenedores de los valores movilizados y no podrán estar relacionados con el agente de manejo. Una de las prohibiciones que establece la LMV en su artículo 139 dice que “No podrán ser elegidos como miembros del comité de vigilancia, los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas con el agente de manejo.” Su función primordial es la de cuidar la correcta ejecución del proceso de titularización y el cumplimiento de todas las condiciones establecidas; j) Autoridades de control, si bien no participan directamente en el proceso, son las que regularán y expedirán las normas para el buen funcionamiento del proceso de titularización, y son: la Superintendencia de compañías, la cual tiene la competencia para vigilar y aprobar el proceso para que se desarrolle y cumpla sus objetivos, inscribiéndose los respectivos valores emitidos en el Registro de Mercado de Valores, para el supuesto que la oferta sea pública, requiriendo en este caso, además, acudir a la Bolsa de Valores y cumplir con toda la normatividad expedida tanto

por la Superintendencia de Compañías como por el Consejo Nacional de Valores; y el Consejo Nacional de Valores que es el rector de valores que establece su política general, dictando las normas y regulaciones mediante acuerdos y resoluciones para su funcionamiento; y, k) Bolsa de Valores, es el lugar donde se inscriben los valores correspondientes al fondo de titularización para ser negociados en el mercado primario, y donde los inversionistas encuentran liquidez en su inversión al negociar sus valores en el mercado secundario.

Dentro del proceso de titularización también, existen los elementos, o comúnmente llamados los activos, que como ya se había mencionado antes deben reunir las siguientes características: 1. ser capaces de generar flujos de efectivo y, 2. ser de naturaleza homogénea dentro del mismo grupo; como: créditos, bienes inmobiliarios, obras de infraestructura y servicios públicos, valores, entre otros, pero que deben ser autorizados por la Superintendencia de Compañías, mediante norma expedida por el Consejo Nacional de Valores, la LMV en su art. 143 señala una lista de valores que son susceptibles de titularizar y son: valores representativos de deuda pública, valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores, cartera de crédito, activos y proyectos inmobiliarios; y, 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.

Los valores resultados de la emisión del proceso de titularización podrán ser: 1) valores de contenido crediticio, es decir, representan el derecho del inversionista a participar en el crédito otorgado con cargo al patrimonio, percibiendo beneficios en forma de intereses y capital, por lo que son de naturaleza fija (no dependen de las utilidades o

pérdidas generadas por el patrimonio); 2) valores de participación, los tenedores de este tipo de valores son dueños proporcionales de los rendimientos de este, los cuales dependerán de su generación de utilidades o pérdidas.

Como ya se ha establecido, la titularización es el proceso mediante el cual se pueden transformar los activos ilíquidos en líquidos, inmerso como instrumentos de para este proceso, se puede utilizar el contrato de fideicomiso mercantil o el fondo colectivo de inversión para establecer el patrimonio autónomo. Diferenciando que el contrato de fideicomiso mercantil es un negocio fiduciario, es decir, de confianza, en que sus participantes (constituyente, agente de manejo, beneficiario) cumplen un rol específico e importante para el proceso de titularización. El contrato de fideicomiso mercantil tiene un elemento fundamental como es el patrimonio autónomo el cual es gestionado por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que ejercerá las funciones idóneas para cumplir las finalidades específicas del contrato, por este motivo es uno de los más utilizados para llevar a cabo el proceso antes mencionado. Mientras el fondo colectivo, es un tipo de inversión, es decir, un patrimonio común el cual está constituido de aportes provenientes de inversionistas (personas jurídicas o naturales), y la gestión de estos fondos también será realizada por una compañía administradora de fondos y fideicomisos.

Cabe mencionar que es importante tanto el traspaso de dominio del activo o activos hacia el patrimonio autónomo, ya sea fideicomiso mercantil o fondo colectivo, como el traspaso de las garantías que le accedieren, esto de acuerdo con el artículo 146 LMV, a menos que el originador y el agente de manejo establezcan expresamente y por escrito lo contrario. Lo que se deberá informar a los inversionistas.

Los tipos de titularización conocidos a nivel internacional son dos: a) Pass through (traspaso o traslado), en esta modalidad, el originador cede o traspasa en dominio la propiedad de la parte de sus activos que desea que sean titularizados, a una entidad emisora, la cual a su vez estructura estos activos en un patrimonio autónomo para luego emitir valores de oferta pública respaldados en dicho patrimonio. b) Pay through (pago), el originador cede o traspasa a través de compra-venta, la propiedad de los activos que desea que sean titularizados a la fiduciaria para la respectiva emisión de valores.

Los mecanismos de garantía o cobertura funcionan como un escudo financiero que protege al inversionista contra cualquier riesgo que afecte los activos que constituyen el patrimonio autónomo derivado de un proceso de titularización, la legislación ecuatoriana lo acoge en el Art. 150 de la LMV y en base a los descritos, los mecanismos de garantía persiguen los siguientes objetivos: 1) Minimizar los riesgos que pueda afrontar el proceso de titularización. 2) Al minimizar dichos riesgos, mejorar la calificación de riesgo de los valores emitidos. 3) Lograr la optimización de los valores al asegurar el cumplimiento del pago respectivo. 4) Al optimizar los valores emitidos, incrementar la *bursatilidad* de estos.

De acuerdo a lo que señala la LMV en su art. 150, los mecanismos de garantía son:

- i) Subordinación de la emisión, a una porción de valores emitidos se le imputarán hasta terminarla todos los siniestros sucedan.
- ii) Sobre-colateralización, los valores entregados al fiduciario sobrepasen o excedan al valor de los valores emitidos, de manera que al exceso se le imputen los siniestros.
- iii) Exceso de flujo de fondos, este exceso debe provenir del resultado de la titularización para que al diferencial se lo liquide parcial o totalmente en caso de des variaciones o distorsiones.
- iv) Sustitución de activos, se aplica cuando los activos han producido des variaciones o distorsiones de manera que se procede a sustituirlos y es a cuenta del originador.
- v) Contratos de apertura de crédito,

para obtener una línea de crédito y así atender las necesidades de liquidez, también deberá ser a cuenta del originador. vi) Garantía o aval, adquirir garantías generales o específicas para cumplir total o parcialmente con los riesgos, podrá a ser a cuenta del originador o por terceros. vii) Garantía bancaria o póliza de seguro, contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas parcial o totalmente según corresponda, por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado. viii) 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.

Respecto a la titularización en el ámbito inmobiliario el objetivo es lograr la conversión en valores mobiliarios que otorgan liquidez y así lograr los objetivos propuestos al titularizar. El problema que se presenta es que la liquidez es muy baja y como consecuencia los propietarios se ven obligados a congelar una parte importante de su capital de trabajo o a postergar la ejecución de proyectos por la falta de financiamiento. Independientemente del fideicomiso inmobiliario que se limita a la administración y desarrollo de proyectos inmobiliarios, la titularización de activos inmobiliarios permite recuperar el dinero invertido en inmuebles, sin perder la posibilidad de usarlo, continuando con el derecho de uso exclusivo y ejerciendo la propiedad sin ser propietario, separa en la propiedad el ser propietario del ejercicio de la propiedad.

Así el título del inmobiliario adquiere las siguientes características producto de haber pasado por el proceso de titularización: valorización (aumento de valor, tipo de revalorización positiva), bursatilización (posibilidad de negociar en la Bolsa de Valores), versatilidad (pago de deudas, garantías, y otras transacciones), mejor garantía (ante entidades financieras), información (requerido por la Superintendencia de

Compañías), precio (variable, pero no su avalúo), democratización (accesible a la población en general, negocios, proyectos)

Afirmando que el objetivo que se busca al titularizar bienes inmuebles es que estos activos o proyectos inmobiliarios se conviertan en valores transables en el Bolsa de Valores, debemos conocer el proceso jurídico de la titularización de inmuebles el cual es: 1) Seleccionar un activo o proyecto inmobiliario, pasará a ser analizado por el agente de manejo para conocer su situación y su real posibilidad de poder ser transferido a un patrimonio de propósito exclusivo con el fin de poder titularizarse con tres puntos de referencia como son: jurídico, financiero y técnico. Si es positivo el resultado del análisis pasará al segundo paso. 2) Celebrar el contrato de fideicomiso mercantil entre el Originador y el Agente de Manejo (sociedad administradora de fondos y fideicomisos) de acuerdo a lo que señala el Art. 120 LMV. 3) Conformar el patrimonio de propósito exclusivo, integrado por el inmueble objeto de la titularización, que ha sido transferido por el originador al patrimonio de propósito exclusivo para que cumpla con las instrucciones indicadas en el contrato. 4) El agente de manejo debe establecer un mecanismo de garantía o cobertura que mejor se adapte a las necesidades del inmueble y que esté dentro de las posibilidades y aprobación del originador y este mecanismo deberá tener vigencia de hasta tres meses posteriores al vencimiento de los valores producto del titularización. 5) El agente de manejo deberá obtener una certificación otorgado por el Registrador de la Propiedad del cantón donde se ubique el inmueble, en el que indique que el inmueble está libre de gravámenes o limitaciones de dominio. 6) Avaluar dos veces, por peritos independientes del originador y agente de manejo con los requisitos de ser: actualizados y no tener más de seis meses de antelación a la fecha de presentación de la solicitud de autorización de oferta pública e inscripción de los valores derivados del proceso de titularización ante la Superintendencia de Compañías.

7) Obtener la calificación respectiva de la Calificadora de Riesgo, esta entidad deberá cumplir con los requisitos señalados en el art. 176 de LMV, con la condición que deberá ser actualizada periódicamente y publicada en la prensa, Registro de Mercado de Valores y en Reglamento de Gestión. 8) Realización del prospecto de oferta pública con los requisitos que indica la LMV en su art. 157 y las normas de concordancia con este paso. 9) Se deberá obtener la autorización por parte de la Superintendencia de Compañías para proceder a emitir e inscribir los títulos en el Registro de Mercado de Valores y presentar al mismo órgano de control la información general sobre el proceso de titularización. Cabe mencionar que los títulos en proceso de autorización, se emitirán hasta por un monto que no exceda del 90% del valor presente de los flujos futuros proyectados (las cursivas son mías) que generará el inmueble durante el plazo de la emisión de valores de titularización, para el caso de inmuebles; y del 100% del presupuesto total del proyecto inmobiliario para el caso de proyectos. La naturaleza de los valores emitidos, en correspondencia con el artículo 148 de la Ley de Mercado de Valores, puede ser nominativa o a la orden, pudiendo además, ser de tres tipos: de contenido crediticio (Valores de titularización de contenido crediticio), de participación (Valores de titularización de participación) o mixtos (valores de titularización mixtos).

10) Se inscribirá los títulos, luego de su autorización para la emisión, tanto en el Registro de Mercado de Valores, como en Bolsa de Valores, si se los va a ofertar públicamente. Por lo tanto deberá contratarse a una Casa de Valores para la respectiva negociación y de considerarlo necesario se puede celebrar un contrato de *underwriting*. Luego se colocarán los valores en el mercado, sea por negociación pública o privada.

11) Realizar la asignación de los fondos recaudados al objetivo establecido por el originador y según la naturaleza de los valores emitidos.

Los valores que se emiten como resultado de la titularización inmobiliaria son los

mismos que se emiten en un proceso de titularización general, como lo he señalado anteriormente, estos valores pueden ser: a) valores de contenido crediticio, b) valores de participación y c) valores mixtos.

Una vez realizado un proceso de titularización se pueden analizar las ventajas de este destinado a cada uno de los participantes como por ejemplo para el mercado, teniendo el antecedente, que el mercado bursátil en el país, no tiene una gran movimiento como lo tiene Colombia o Estados Unidos, pero que con este proceso sí ha incrementado su funcionamiento y por ende sus partícipes, otorgando liquidez a obligaciones que naturalmente no son de fácil negociación. También se presenta ventajas para el originador o constituyente, si bien el proceso de titularización es muy engorroso en cuanto a los requisitos y hasta muchas veces es más caro que cualquier otro proceso de financiamiento, los gastos son compartidos con el inversionista, y uno de los más importantes es el que el originador no pierde la propiedad del inmueble objeto del proceso de titularización entre muchos otros en temas como estados contables, financiamiento del mismo proyecto inmobiliario. Las ventajas para el agente de manejo es en tema profesional, ya que este proceso incentiva a la competitividad entre ellos, por ende que sean especializados en los diferentes procesos de titularización como puede ser de cartera de deudores, hipotecario, inmobiliarios. Finalmente las ventajas del inversionista, que es uno de los partícipes con más importancias, ya que de ellos dependerá que los procesos de titularización se constituyan financieramente.

El Ecuador ha realizado procesos de titularización desde el año 2003, uno de los primeros fue el Banco Amazonas, y que de esta manera logró que esta institución financiera del sector privado se mantenga en la plaza bancaria después del feriado bancario que produjo el cierre y quiebra de muchas entidades financieras.

A la par con el Banco Amazonas otras empresas de diferentes objetos sociales, procedieron a realizar procesos de titularización, algunos de ellos, en estos seis años, han realizado nuevamente nuevos procesos. Bajo este antecedente es muy evidente que en el Ecuador si se ha incrementado la difusión y aplicación del proceso de titularización de manera que ayudó a que el mercado bursátil tenga más movimiento y reconocimiento.

En Centroamérica el proceso de titularización está un poco más avanzado que en Sudamérica, los factores son diversos, entre esos, que tienen más cooperación de parte de Estados Unidos en temas mercantiles y financieros; un ejemplo concreto es la que da la Bolsa de Valores de la República de El Salvador, la que destaca el proceso de titularización del Grupo Q, que es una holding, conformada por de empresas de crédito, automotriz e inmobiliaria y que acoge a otros países (Nicaragua y Honduras), este proceso de titularización de Centroamérica tuvo tanto éxito que sirvió como incentivo para realizar otros procesos pero en entidades públicas, específicamente en municipalidades y que también obtuvieron reconocimientos por el avance y mejora de la prestación de servicios de El Salvador.

RESUMEN

El siguiente cuadro describe los aspectos más importantes sobre el Proceso de Titularización de Activos y que serán explicados detalladamente a continuación de este.



La titularización bursátil es un vehículo financiero a través de la emisión indirecta en bolsa para hacer líquidos los activos ilíquidos. Lo que se hace es que la empresa u entidad con necesidades de liquidez (llamada originador en el proceso de titularización) transfiere una cartera de activos a un patrimonio autónomo y es manejado por una sociedad especializada la cual está representada por el agente de manejo.

El agente de manejo se encarga de estructurar la cartera de activos de tal manera que se genere un patrimonio autónomo que funge como vehículo de propósito especial al aislar los activos cedidos del riesgo que pueda poseer el originador; la correcta estructuración de este patrimonio también incluye la creación de valores de oferta pública cuyos pagos denominados en intereses y capital o en rendimientos se realizarán con cargo a dicho

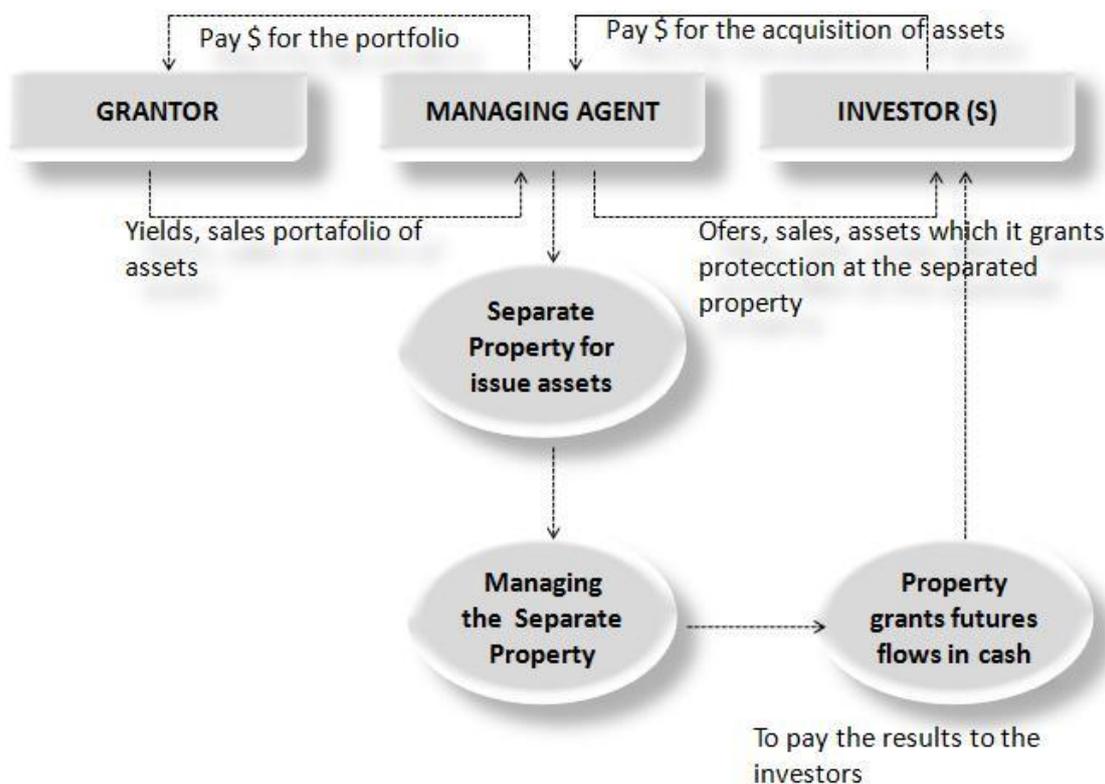
patrimonio; a este efecto es importante crear valores que sean atractivos para el inversionista una vez que sean emitidos, para lo cual juegan un papel importante las distintas garantías que pueden aplicarse, como el aislamiento de los activos característicos de la titularización.

Cuando ya han sido vendidos todos los valores de la emisión, este efectivo se utiliza para pagar al originador por la compra de la cartera cedida, y es con esto que el originador obtiene la liquidez que necesita, siendo capaz de usar estos fondos en actividades encaminadas al crecimiento de la empresa o los proyectos que se busquen implantar.

Luego, el agente de manejo utiliza los flujos de efectivo generados con el patrimonio autónomo cuyos recursos iniciales fueron transferidos originalmente al patrimonio autónomo por el originador, para realizar los pagos correspondientes de los valores emitidos a los inversionistas, quienes cuentan con un representante de tenedores de valores desde el inicio del proceso, el cual se encarga de velar por sus intereses ante el agente de manejo; este puede ser removido y sustituido por otro si así lo deciden los tenedores de valores en Junta General. Una vez llegado el término del contrato de titularización de existir bienes remanentes, estos pueden volver en propiedad a favor originador o ser transferidos a otro participante del proceso, dependiendo de lo que se establezca previamente en el contrato.

ABSTRACT

The following chart describes the most important characteristics about the Process of Securitization of Assets and it will be explain by details bellow the chart.



The securitization of stock-exchange is a financial vehicle through the indirect issue in the stock market for makes liquid the illiquid assets. Usually the enterprise which has needs of liquidity (called grantor at the securitization process) transfers a portfolio of assets to a separate property and manages by specialized society that is going to be represented by a managing agent.

The managing agent will be on charge to structure the assets for generates a separated property that works like a special purpose vehicle isolating for yield the assets of the risk that the grantor could have; the adapted structure of the property also includes the creation of assets for the public offer and their payments called profits and capital or benefits which they will make a plus at the property; because of the effect is important

to create attractive assets for the investor once issued the assets of the stock market, that is why the guaranties play a main role and they could be applied like the isolating of the characteristics assets of the securitization.

When the whole packet of issued assets have been sold, the cash is used to pay to the grantor because the purchase of the yield portfolio and this is the way how the grantor gets the needed liquidity, although capable to use those funds in activities for the rising of the enterprise or the projects that allow to take part in financial fields.

Then, the managing agent uses the cash flows generated with the separated property which their original resources have been transfer from de grantor to the property for achieve the payments of the issued assets to the investors, who have a manager of holder assets since the beginning of the process, who is going to be on charge of the interests of the investors behalf the managing agent that also could be remove and replaced by another one if the assets holders decided to do it at the general meeting of shareholders. Once arrived the term of the contract of securitization, if exists remain goods, those goods could return as a title property to the grantor or could the transfer to another participant of the process, depending of the clauses written at the contract.

TEMA	PAGINA
CAPITULO I. LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	1
1.1 Origen internacional y en el Ecuador	1
1.2 Varias Denominaciones de Titularización	4
1.3 Concepto de Titularización	5
1.4 Participantes en el Proceso de Titularización	5
1.5 ¿Qué es un Activo?	7
1.5.1 Activos Líquidos e Ilíquidos	8
1.6 Activos Titularizables Características General y según la Legislación Ecuatoriana	8
1.7 Patrimonio Autónomo	15
1.8 Tipos o Modalidades de Titularización	16
1.9 Mecanismos de Cobertura	16
1.10 Descripción del Proceso Básico de Titularización de Activos	19
1.11 Beneficios de una titularización	21
CAPITULO II. LA TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA	23
2.1 La Titularización Inmobiliaria como una herramienta financiera en el Ecuador	23
2.1.1 Características del Título	25
2.2 Naturaleza Jurídica de la Titularización inmobiliaria	27
2.2.1 Similitudes entre Fideicomiso Mercantil y Mandato Civil	30
2.2.2 Diferencias entre el Proceso de Titularización y Mandato Civil	32
2.3 Proceso Jurídico de la Titularización de inmuebles	33
2.3.1 Vehículos jurídicos para la titularización	43
2.3.2 Valores que se emiten como resultado de la Titularización Inmobiliaria	48

CAPITULO III. INTERVINIENTES EN LA TITULARIZACIÓN	52
INMOBILIARIA: SUS FUNCIONES	
3.1 Originador o Constituyente	52
3.1.1 Funciones del Originador o Constituyente	53
3.1.2 Prohibiciones del Originador o Constituyente	53
3.2 Agente de Manejo	53
3.3 Patrimonio de propósito exclusivo	56
3.4 Inversionistas	57
3.4.1 Atribuciones de los Inversionistas	57
3.4.2 Prohibiciones de los Inversionistas	58
3.5 Comité de Vigilancia	58
3.6 Calificadora de Riesgos	59
3.7 Autoridades de Control	62
3.8 Bolsa de Valores	63
3.8.1 Datos Estadísticos y Entrevista a funcionario de la Bolsa de Valores	64
CAPITULO IV. LAS VENTAJAS DE LA TITULARIZACIÓN	66
4.1 Ventajas para el Mercado	66
4.2 Ventajas para el Originador o Constituyente	67
4.3 Ventajas para el Agente de Manejo	71
4.4 Ventajas para el Inversionista	71
4.5 Puntos para mediar en la Titularización	74
4.6 Casos prácticos de la Titularización en Ecuador y Latinoamérica	74
4.6.1 Caso Banco Amazonas - Ecuador	74
4.6.1.1 Derechos y Obligaciones del Originador	77
4.6.1.1.1 Derechos del Originador	77
4.6.1.1.2 Obligaciones del Originador	77
4.6.1.2 Derechos y Obligaciones de los Inversionistas	78
4.6.1.2.1 Derechos de los Inversionistas	78
4.6.1.2.2 Obligaciones de los Inversionistas	78
4.6.1.3 Derechos y Obligaciones del Agente de Manejo	78

4.6.1.3.1 Derechos del Agente de Manejo	78
4.6.1.3.2 Obligaciones del Agente de Manejo	78
4.6.1.4 Mecanismos de Garantía	81
4.6.1.4.1 Sobrecolateralización	81
4.6.1.4.2 Cuenta de Reserva	81
4.6.2 Caso Grupo Q. El Salvador y Centroamérica	83
4.6.2.1 Estructura Organizacional del Grupo Q	83
4.6.2.2 Proceso de Emisión de Certificados de Inversión	85
4.6.2.3 Puntos Complementarios al Proceso de Titularización	87

LISTA DE CUADROS

1.10 Descripción del Proceso Básico de Titularización de Activos

2.2 Naturaleza Jurídica de la Titularización Inmobiliaria

2.2 Elementos Subjetivos Primordiales del Proceso de
Titularización

2.2.1 Similitudes entre el Fideicomiso Mercantil y el Mandato Civil

3.8.1 Incremento Porcentual de los Procesos de Titularización 2003
2009

4.6.1 Estructura Organizacional y Administrativa de la Fiducia Banco
Amazonas

4.6.2.1 Estructura Organizacional del Grupo Q

4.6.2.2 Proceso de Emisión de Certificados de Inversión Grupo Q

CAPÍTULO I

LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS

1.1 ORIGEN INTERNACIONAL Y EN EL ECUADOR

Para establecer el concepto de titularización debemos remitirnos a su desarrollo como herramienta financiera. Este mecanismo se introduce en los Estados Unidos a finales de la década de los treinta, después de la gran depresión, se planteó como salida del suceso financiero de esa época como consecuencia de las altas tasas de interés en el otorgamiento de créditos, proteger el ahorro del público y de la necesidad de las entidades financieras de reducir costos para la obtención de fondos. Por este motivo, muchos préstamos se transformaron en instrumentos negociables, a los que se denominó titularización del crédito. Así nacieron los títulos de deuda respaldados, es decir, garantizados por un activo real, como fueron prendas de automotores, hipotecas, etc. En 1983 se observa cambios en el proceso de titularización con el ingreso de las emisiones respaldadas con otro tipo de activos, como cartera crediticia en todas sus acepciones, bonos de grado especulativo con la modalidad a corto plazo.¹

En 1970 el gobierno de los Estados Unidos creó un organismo con el objetivo de incentivar y promocionar la titularización de manera que, logró desarrollar el mercado de titularización y lo expandió desde la década de los ochenta. El organismo que creó fue la “Government National Mortgage Association (G.N.M.A. llamado por sus iniciales como <Ginnie Mae>) la cual puso en el mercado el -G.N.M.A. Pass-through-, un título o certificado garantizado por préstamos hipotecarios de viviendas unifamiliares originados en el -Federal Housing Administration (F.H.A.)- y la -Veterans Administration- (V.A). “ A la operación así indicada se incorporaron los bancos

¹ Highton Elena, Revista de Derecho Privado y Comunitario, Rubinzal – Culzoni Editores, 1992; García, José María, Securitización: Aspectos Jurídicos Impositivos, Información Empresarial, 1994.

comerciales, las sociedades de ahorro y préstamo para vivienda y otras entidades autorizadas, titularizaron otros activos, tales como hipotecas sobre viviendas y edificios multifamiliares, créditos hipotecarios comerciales, etc., no obstante, la mayor parte de los títulos respaldados por activos (Asset Backed Securities A.B.S.) están garantizados por hipotecas”².

En Europa la titularización es relativamente reciente, en Inglaterra y Francia con el establecimiento del marco legal apropiado recién en el año 1988, con la creación de -Fonds Commens de Créances- y en España, se creó en la década de los 80; la titularización llega con la promulgación de la ley 24441, publicada en el Boletín Oficial del 16 de enero de 1995, para el financiamiento de la vivienda y construcción, y finalmente en Italia en el año 2000³.

El mercado securitizador o titularizador es nuevo en la región latinoamericana, donde comenzó hace más de una década (en 1992) en el vecino país de Colombia, aunque la primera forma de la misma se puede encontrar en el año 1987 con la titularización internacional de cuentas telefónicas por cobrar, adecuadas a Telmex (compañía de teléfonos de México). Desde entonces, ha estado marcada por las características de la región y de sus países que se resume en un bajo nivel de intermediación financiera, una falta de bonos corporativos (obligaciones), una fuerte regulación y por último, una clasificación soberana baja⁴.

En lo que al Ecuador respecta, su origen se remonta a la Ley de Mercado de Valores (LMV), publicada en el Registro Oficial No. 199 del 28 de mayo de 1993. Esta legislación contenía los principios que también regían en la legislación colombiana sobre la titularización. Dentro de la Ley de Mercado de Valores se enumeró los títulos considerados como valores, fundamentado en lo que determinaba y calificaba el Consejo Nacional de Valores (CNV). Como resultado de esta enumeración reformó el Código de Comercio y se incorporó por primera vez la figura del fideicomiso mercantil

² Lisoprawski Silvio y Kiper Claudio, Fideicomiso, Dominio Fiduciario, Titularización, Buenos Aires, Ediciones Depalma, 2° edición, 1996, p.2

³ Periódico de circulación diría, Le Monde, París, segmento: Financiero del 12 de Mayo del 2004.

⁴ Artículo publicado en la página web: www.hacienda.go.cr/centro/datos/Articulo/Titularización ; por Erick F. Campos y URL: www.bond.cl

en la legislación ecuatoriana, sin embargo el Código de Comercio (Cód. Com) no hizo referencia de forma conceptual a los procesos de titularización de activos.⁵

El Código de Comercio después de esta reforma permitió el uso del fideicomiso mercantil “como un instrumento de legal-contractual de manejo de activos”⁶, aunque su funcionamiento no fue regularizado ni reglamentado de manera que resultaron emisiones de valores (certificados de derechos fiduciarios), convirtiéndose en “seudotitularizaciones” precisamente porque no cumplía los requisitos que derivan en un proceso de titularización. En 1997 el Consejo Nacional de Valores analiza la necesidad de reglamentar los intentos de “seudotitularizadores” referente a las carteras de crédito de las instituciones financieras, y como atribución del Consejo Nacional de Valores calificó a los certificados de derechos fiduciarios como títulos valores, y expide el primer Reglamento por medio de la resolución No. CNV-97-003 publicada en el Registro Oficial de 30 de julio de 1997 para la emisión de estos certificados, al mismo tiempo resultó ser el primer intento para regularizar la titularización de activos. Un año después se reformó el Reglamento con la denominación de: Reglamento para la emisión de derechos fiduciarios mediante la resolución No. CNV-98-001 dictada por el Consejo Nacional de Valores, publicada en el registro Oficial 242, del 23 de enero de 1998 que agregó elementos que actualmente constan en la normativa para el proceso de titularización de activos, como clasificar los certificados de derechos fiduciarios por su contenido: crediticio, de participación y mixtos que presentan características similares en el proceso de titularización.⁷

Asimismo en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero⁸, que disponía en el artículo 1 que las compañías de titularización se sujetarán a las normas que dicte la Superintendencia de Bancos. Posteriormente se dictaron las normas para la constitución, organización, funcionamiento y operaciones de las compañías de titularización, de acuerdo a la Resolución No. JB 97-018, publicada en el Registro Oficial 127, del 11 de agosto de 1997, donde se incluían las normas para la

⁵ Larrea Andrade, Mario, Régimen Jurídico de la Titularización de Activos, Ediciones Legales, Quito, 2001, págs 53.

⁶ Larrea Andrade, Mario, Régimen Jurídico de la Titularización de Activos, Ediciones Legales, Quito, 2001, págs 54

⁷ González Torre, Roberto, La titularización de Activos a la Luz de la Ley de Mercado de Valores, Revista de Derecho Societario, No. 5 Guayaquil, Edino, 2000, pág. s14-17.

⁸ LGISF (Ley General de Instituciones del Sistema Financiero) publicada en el Registro Oficial No. 250 del 23 de Enero del 2001

titularización de activos. Hasta esa época la legislación simplemente se limitaba a contemplar una no muy acertada definición de titularización, contenida en el inciso segundo y tercero del artículo 1 del Reglamento de Oferta Pública de Valores, publicado en el Registro Oficial del 8 de junio de 1994 que señalaba: “Entiéndase por titularización la creación de nuevos valores representativos, garantizados o sustentados en las obligaciones referidas en el inciso precedente, según lo previsto en el artículo 36 de la Ley.”

Con la vigencia y última reforma de la codificación de la Ley de Mercado de Valores, publicada en el Suplemento RO N° 215 del 22 de febrero de 2006, se estableció el marco legal rector de la titularización o titularización de activos quedando definido en el título XVI de dicho cuerpo legal.

A partir de la promulgación de la Ley de Mercado de Valores se han emitido varias resoluciones por parte del Consejo Nacional de Valores, como la No. CNV-009-2000 que contiene el Reglamento sobre Procesos de Titularización Aplicable a Originadores de Derecho Privado, publicada en el Registro Oficial 238 del 5 de enero de 2001; la No. CNV.003.2001 que contiene el Reglamento para la Participación del Sector Público en el Mercado de Valores publicada en el Registro Oficial No. 296 de 30 de marzo del 2001; y, la CNV.008.2001, publicada en el Registro Oficial No. 374 del 23 de julio del 2001 relacionada con Los Criterios Básicos para la Calificación de Valores Provenientes de Procesos de Titularización.⁹

1.2 VARIAS DENOMINACIONES DE TITULARIZACIÓN¹⁰

Securitización es la denominación que resulta de la adopción a nuestro idioma del inglés <securitization> o <securitisation> que deriva de la palabra <security> o título – valor financiero; titularizar una obligación es una metodología o proceso que culmina al representarla con un título de crédito al que aquellos activos incorporan. Mientras en España se denomina <titulización>, “bursatilización” en México, <titrisation> en Francia y <titularización> en Colombia, que la define en el Art. 89 de la ley 35 como

⁹ Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

¹⁰ Citado por Lisoprawski Silvio y Kiper Claudio, Fideicomiso, Dominio Fiduciario, Titularización, Buenos Aires, Ediciones Depalma, 2° edición, 1996, p.11 de la Ley 19/1992, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titularización Hipotecaria, España.

“Proceso mediante el cual una entidad transfiere y aísla a través de un patrimonio autónomo, activos tradicionalmente ilíquidos, o por lo menos de escasa o lenta rotación, bienes o flujos de caja futuros, con el objeto de maximizar la utilización de los recursos. Esta movilización implica la transformación de activos ilíquidos en títulos negociables en el mercado de valores, los cuales tienen como respaldo el activo o el flujo generado por el mismo.”

1.3 CONCEPTO DE TITULARIZACIÓN

Revisada su evolución, el Dr. Juan Carlos Peralvo sostiene que la titularización o securitización es el “proceso mediante el cual se emiten valores libremente negociables en el mercado, representativos de derechos sobre activos que existan 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 determinable.”¹¹

Para Lisoprawski, la titularización, consiste en mancomunar o reunir un conjunto de activos, reagrupándolos para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos valores o participaciones que son colocadas entre inversores.¹² Por lo expuesto, la titularización se la puede definir como el proceso de conversión de activos ilíquidos, generadores de flujo de caja, en activos líquidos (dinero).

En cuanto a la definición que señala nuestra legislación, el artículo 138 de la Ley de Mercado de Valores vigente contempla que la titularización: “Es 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.”

¹¹ Cevallos Vásquez, Víctor, Mercado de Valores y Contratos Tomo II, Quito, Editorial Jurídica del Ecuador, primera edición, 1997, p.244

¹² Lisoprawski Silvio, op. cit., p. 4.

1.4 PARTICIPANTES EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Al tratarse de un proceso es necesario conocer sus participantes, ya que cada uno de ellos cumple un papel importante en las diferentes etapas básicas como son: inicio, desarrollo, control y finalización de un proceso en general.

Es así que dentro del proceso de titularización se identifican los siguientes participantes que detallo a continuación:

a) Originador:

Es la persona, natural o jurídica, en cuyo interés recae la creación de un patrimonio autónomo. Se le llama originador porque es quien posee los activos que pasarán a formar parte de dicho patrimonio, cediéndolos a la sociedad de titularización; es decir, “origina” todo el proceso de titularización.

b) Fiducia

Es la persona jurídica que se encarga de administrar, de forma eficiente y segura, los fondos de titularización o patrimonios autónomos que le son conferidos por el/los originador/es, de tal manera que los pagos correspondientes a los valores emitidos con cargo a este fondo, se efectúen para beneficio de los tenedores de valores.

c) Agente de Manejo:

Es la entidad que se encarga de organizar los activos que formarán parte del patrimonio autónomo que se va a titularizar, de tal manera que se establezcan los términos y condiciones bajo los cuales funcionará el proceso de titularización para satisfacer dos fines: la necesidad de liquidez inmediata del originador, y la creación de un producto financiero atractivo en cuanto a plazos, riesgos y rendimientos para el inversionista.

d) Colocador:

Es quien se encarga de colocar la emisión de valores de oferta pública en la Bolsa correspondiente para su negociación. Este rol lo desempeña la casa de valores autorizada.

e) Casa valores:

Es la entidad acreditada por la Superintendencia de Compañías para servir de mediador en el mercado bursátil entre inversionistas y empresas, correspondiéndole la labor de mercadear los valores emitidos por estas para ser adquiridos por aquellos.

f) Calificadora de riesgo:

Es la entidad, acreditada por la Superintendencia, encargada de asignar una calificación de riesgo a la emisión de valores provenientes de un fondo de titularización.

g) Tenedores de valores o inversionistas:

Son aquellas personas naturales o jurídicas que adquieren los valores de oferta pública emitidos por la Fiduciaria con cargo al patrimonio autónomo, invirtiendo para este efecto, su excedente de efectivo en dichos valores.

h) Representante de los tenedores de valores o inversionistas: Es la persona jurídica que vela por los intereses de aquellos inversionistas que poseen valores correspondientes a la emisión titularizada. Esta persona debe exigir cuentas al agente de manejo y velar por el pago de los beneficios derivados del fondo de titularización a sus representados. Además, le corresponde verificar que el patrimonio autónomo sea estructurado efectivamente, así como también la tutela del proceso de titularización en una primera instancia, aún cuando no hayan inversionistas a quién representar. Como se aprecia, la labor de esta persona comienza desde que inicia el proceso.

i) Bolsa de Valores:

Es el lugar donde se inscriben los valores correspondientes al fondo de titularización para ser negociados en el mercado primario, y donde los inversionistas encuentran liquidez a su inversión al negociar sus valores en el mercado secundario.

1.5 ¿QUÉ ES UN ACTIVO?

La noción de activo es propia de la técnica contable. Debido a que nuestra legislación no contiene un concepto de qué es lo que significa un activo pese a que se aprecia una clasificación a lo largo de las Normas Internacionales de Contabilidad¹³ (NIC) que se encuentran también acogidas y desarrolladas en la legislación colombiana y dentro del decreto 2649, de diciembre 29 de 1993¹⁴, actualmente vigente, encargado de recoger los principios o normas de contabilidad en dicho país y que considero un concepto claro para el presente trabajo investigativo. En dicha norma, en su artículo 35 se establece que “...Un activo es la representación financiera de un recurso obtenido por el ente económico como resultado de eventos pasados, de cuya utilización se espera que fluyan a la empresa beneficios económicos.”¹⁵

1.5.1 Activos líquidos e ilíquidos

Los activos pueden ser clasificados de diferentes maneras de acuerdo a: la finalidad de los activos, el origen, a su liquidez entre otros; denominándolos corrientes, monetarios, no monetarios, fijos o circulantes, tangibles e intangibles, etc. Para este trabajo de investigación, son importantes aquellos de acuerdo a la liquidez, denominados líquidos o ilíquidos: los primeros, son aquellos consistentes en dinero o rápida y fácilmente convertibles en aquel bien, como un saldo bancario; los segundos son aquellos que por sus características económicas, no otorgan al ente económico una ágil capacidad para la realización de transacciones sobre los mismos que permitan reducirlos a dinero, por este motivo se los conoce también como activos de baja rotación.¹⁶

¹³ Instituto de Investigaciones Contables del Ecuador, www.eliice.com

¹⁴ Modificado por el Decreto 4918 del 2007.

¹⁵ Carvajal Córdova, Mauricio, Aspectos jurídicos de la titularización de activos, Medellín, Biblioteca jurídica Dike, 1996, p.36.

¹⁶ Biblioteca Luis Ángel Arango, www.lablaa.org.

1.6 ACTIVOS TITULARIZABLES, CARACTERÍSTICAS GENERALES Y VINCULACIÓN A LA LEGISLACIÓN ECUATORIANA.

Como característica relevante, todo activo destinado a un proceso de titularización deberá ser capaz de generar flujos de efectivo periódicos capaces de responder de los valores que serán emitidos con respaldo en este. Además deberán ser de naturaleza homogénea.

En general, los activos más comunes que son titularizados se clasifican¹⁷ de la siguiente forma:

- **Créditos:**

Cualquier cartera crediticia es titularizable, y en esta categoría entran los créditos hipotecarios, así como también los comerciales, tales como las cuentas por cobrar, los documentos por cobrar, cuentas por cobrar de productos exportados, etc.

- **Inmobiliaria:**

En esta categoría el patrimonio autónomo se encuentra conformado por inmuebles construidos, los cuales generan beneficios a los inversionistas derivados del arrendamiento del mismo. Al finalizar el proceso de titularización, el inmueble puede ser vendido o se puede acordar un compromiso de recompra por parte del originador.

Por otro lado, también se pueden procesar proyectos inmobiliarios a través de la titularización, en cuyo caso el patrimonio se encuentra constituido por el lote del terreno y los respectivos estudios técnicos y estados de costos del proyecto; al recurrir a la titularización, los proyectos inmobiliarios encuentran la ventaja de la reducción de costos financieros, así como la mayor facilidad de comercializarlos.

¹⁷ Mejía Valle Salvador, La Titularización Bursátil, Tesis, Universidad Centroamericana José Cañas, pág. 13- 14 y Krivoy Ruth y Bello Rodríguez Omar, El mercado de capitales y la oferta pública de Adquisición, www.badellgrau.com, Caracas, Venezuela, 2000

- Obras de infraestructura y servicios públicos:

Esta categoría es similar a la anterior, pero en este caso son los gobiernos municipales o estatales los que originan los activos que constituirán el patrimonio autónomo. Estas obras y servicios pueden ser por ejemplo la construcción de carreteras, puertos marítimos, aeropuertos, ampliación o construcción de represas hidroeléctricas, ampliación de servicios de agua potable, entre otros. La titularización de estos proyectos públicos es ventajosa en cuanto al menor costo financiero para su ejecución, además que las obras se adelantan con mayor facilidad. Se pueden titularizar tanto la ejecución de obras de infraestructura, como los fondos destinados a este tipo de proyectos.

Dado que dichos proyectos tienen montos y plazos muy elevados, la titularización de estos debe ser ofrecida tanto en mercados nacionales como extranjeros.

- Valores:

Además son susceptibles de titularización los valores de oferta pública, siempre y cuando estos no provengan de otros fondos de titularización. El patrimonio autónomo lo constituyen en este caso las distintas clases de valores, tales como acciones, bonos, y otros debidamente registrados en la superintendencia de compañías.

- Otros:

El espectro de activos susceptibles de ser titularizados se ve limitado únicamente por la creatividad del mercado, ya que basta con que sean capaces de generar flujos de efectivo futuros.

En el Art. 147 de la ley de Mercado de Valores señala los posibles valores a emitir en una titularización y al respecto debo indicar:

- Valores de participación:

Representan derechos de participación en el patrimonio autónomo; es decir, los tenedores de este tipo de valores son dueños proporcionales de los rendimientos de este, los cuales dependerán de su generación de utilidades o pérdidas. En consecuencia, dichos rendimientos no son de naturaleza fija, sino, variable.

- Valores de contenido crediticio:

Por otro lado, este tipo de valores representan el derecho del inversionista a participar en el crédito otorgado con cargo al patrimonio, percibiendo beneficios en forma de intereses y capital, por lo que son de naturaleza fija (no dependen de las utilidades o pérdidas generadas por el patrimonio). Los valores emitidos sobre la base de un mismo patrimonio autónomo, no deberán ser necesariamente de una sola clase; pueden emitirse diversas clases de valores, los cuales deberán clasificarse por series o tramos; estos deberán reconocer los mismos derechos para sus tenedores respectivos dentro de cada serie o tramo.

Además deberán ser sometidos a un proceso continuo de clasificación de riesgo por las entidades respectivas inscritas para tal efecto.

Explicada la clasificación y derivada de esta, los posibles activos que son susceptibles para entrar a un proceso de titularización encontramos lo que varios autores los denominan elementos objetivos a los activos. Según el Dr. Roberto González Torre¹⁸ dice que se trata de los bienes que pueden ser transferidos por el originador del proceso de titularización. En general todo bien mueble o inmueble, tanto de naturaleza corporal como incorporal (derechos de contenido económico), pueden ser transferidos en fideicomiso mercantil con miras a llevar a cabo la titularización, siempre que los mismos sean generadores de flujo de caja. Es decir, no se trata de "representar" gráficamente el "activo" per se, sino representar la titularidad para percibir los fondos que ese activo genera o percibe, a menos que el título represente un derecho económico distinto del dinero.

Sobre los activos a titularizarse, no pueden pesar gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias, ni estar pendiente de pago algún impuesto, tasa o contribución.

Según el artículo 143 de la Ley de Mercado de Valores vigente, constituyen activos susceptibles de titularizar, los siguientes:

- a) Valores representativos de deuda pública;

¹⁸ González Torres, Roberto, La titularización a la luz de la Ley de Mercado de Valores, www.vinodkothari.com

- b) Valores inscritos en el Registro de 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.

Cualquier transferencia de otro tipo de activos de los anteriormente señalados, deberá previamente ser autorizada por la Superintendencia de Compañías, mediante norma expedida por el Consejo Nacional de Valores.

Dicha transferencia de propiedad de activos al fideicomiso o al fondo colectivo de inversión, puede darse tanto a título de fideicomiso mercantil como a título oneroso de acuerdo a lo estipulado por el artículo 144 de la Ley de Mercado de Valores para posibilitar que el mecanismo pueda significar, en definitiva, una “compraventa” del activo entre el originador y el fideicomiso mercantil, ya que una de las partes se obliga a dar una cosa y la otra a pagarle en dinero; una vez que el fiduciario haya obtenido los fondos para adquirirlo por parte de los inversionistas.

Esta posibilidad se fundamenta en el último inciso del artículo 140 de la Ley de Mercado de Valores, que contempla que, para titularizar, “el agente de manejo pueda fijar un punto de equilibrio financiero cuyas características deberán constar en el Reglamento de Gestión que, de alcanzarse, determinará el inicio del proceso de titularización correspondiente.”¹⁹

Cabe mencionar que es importante tanto el traspaso de dominio del activo o activos hacia el patrimonio autónomo, ya sea fideicomiso mercantil o fondo colectivo, como el traspaso de las garantías que le accedieren, esto de acuerdo con el artículo 146 de la Ley de Mercado de Valores, a menos que el originador y el agente de manejo establezcan expresamente y por escrito lo contrario, lo que se deberá informar a los inversionistas.

¹⁹ Posición acogida también por Roberto González Torre, en su obra “La titularización de activos a la luz de la Ley de Mercado de Valores”, Revista de Derecho Societario No. 5, Guayaquil, Edino, 2000, p. 34-35

Para objeto de este trabajo es necesario establecer las definiciones de fideicomiso mercantil y fondo colectivo de inversión, de manera que:

En cuanto al fideicomiso mercantil, la palabra fideicomiso encuentra su origen en dos voces latinas, -Fidei- que quiere decir Fe, y -commisium- que significa comisión, de lo que se infiere que fideicomiso es un encargo o comisión de fe o confianza.²⁰

Fideicomiso mercantil es un negocio fiduciario que se caracterizan por ser contratos intuitu personae, es decir, son negocios de confianza que se constituyen tomando en consideración las cualidades individuales de la persona a la cual el constituyente le concede la confianza para la real ejecución del contrato. La Ley de Mercado de Valores en el Título XV Art. 109 define al fideicomiso mercantil dentro de un proceso donde intervienen varios elementos como son: constituyente o fideicomitentes, beneficiario, bienes muebles o inmuebles, corporales o incorporeales sean presentes o futuros; la transferencia, plazo irrevocable, un patrimonio autónomo que tenga personalidad jurídica y una sociedad administradora de fondos y fideicomisos. Localizados los elementos se puede pasar al proceso recogido en la normativa antes indicada la que señala "...una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporeales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario". Se presentan concordancias con el Código de Comercio en el Art. 409, en el Reglamento de Fondo de Desarrollo Microempresarial Art. 7.

Según José Manuel Villagordoa "El contrato de fideicomiso es el negocio fiduciario en el que se pueden apreciar dos relaciones jurídicas, una de carácter real que siempre implica transmisión de bienes y derechos y que se establece entre el fiduciante, en nuestro caso el fideicomitente, con el fiduciario, quien es la persona que recibe tales bienes y derechos con la obligación de destinarlos al cumplimiento de los fines del fideicomiso, en beneficio del propio

²⁰ De Pinar Vara, Rafael, Diccionario Derecho, Editorial Azteca.

fideicomisario, todo en virtud de la otra relación de carácter obligatorio que vincula al fiduciario con el beneficiario o fideicomisario”

Por otra parte, en el artículo 114 de la Ley de Mercado de Valores, señala que el encargo fiduciario es el “contrato escrito y expreso por la cual una persona llamada constituyente instruye a otra llamada fiduciario, para que de manera irrevocable, con carácter temporal y por cuenta de aquel, cumpla diversas finalidades, tales como de gestión, inversión, tenencia o guarda, enajenación, disposición a favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario” El fideicomitente o constituyente conserva la propiedad de los bienes entregados a la fiduciaria, se trata de una simple administración de los bienes, sin transferencia de la propiedad.

Elías Gustavino²¹ precisa que: “...generalmente se consideran actos o negocios fiduciarios a los que determina una modificación subjetiva de la relación jurídica preexistente y el surgimiento simultáneo de una nueva relación; la modificación subjetiva en la relación preexistente consiste en la transmisión plena del dominio u otro derecho, efectuando con fines de administración, la facilitación de encargos o garantías, que por sí mismo no exigiría la transmisión; y la nueva relación que surge simultáneamente con aquella transmisión consiste en la obligación que incumbe al adquirente, de restituir el derecho al transmitente de transferirlo a una tercera persona, una vez realizada la finalidad todo por la confianza que el transmitente dispensa al adquirente”

Respecto a los fondos de colectivos, son una clase de fondos de inversión, es decir, un patrimonio común el cual está constituido de aportes provenientes de inversionistas (personas jurídicas o naturales), y la gestión de estos fondos será realizada por una compañía administradora de fondos y fideicomisos, “que actuará por cuenta y riesgo de sus aportantes o partícipes”²². Implica que los títulos en los cuales está representadas las inversiones del fondo no pertenecen a ningún fideicomitente en particular. Sin embargo, la fiduciaria mantiene una total separación jurídica entre los recursos de cada fideicomitente. Los fondos colectivos se encuentran establecidos en el Capítulo II, Art. 76 de la Ley de Mercado de Valores que señala “...tienen como finalidad invertir en

²¹ Gustavino, Elías, Doctrina: El Encargo Fiduciario, Edino, 2002, pág. 46

²² Ley de Mercado de Valores Art. 75.- Fondos de inversión: definición y objeto.

valores de proyectos productivos específicos” siempre que hayan cumplido con el proceso de oferta pública. Además establece que las cuotas no son rescatables pero que tienden a incrementarlas como resultado de suscripción o pago, dentro de un periodo de colocación. La única forma que se reduzca el monto de los fondos colectivos será parcialmente, ofertando a los aportantes o en proceso de liquidación.

Para el caso de transferencia de cartera hipotecaria se debe tomar en cuenta lo expresado por el artículo 211 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero que señala que, “los títulos hipotecarios y prendarios podrán ser transferidos mediante endoso a favor de una institución financiera, o de un fideicomiso, o una corporación de desarrollo de mercado secundario de hipotecas, en cuyo caso el endoso deberá hacerse constar en el propio título con la firma del endosatario y endosado, sin perjuicio de la notificación que deberá hacerse al deudor de la obligación hipotecaria o prendaria.” Señala además, en su último inciso, que “solamente serán susceptibles de titularización las obligaciones hipotecarias o prendarias con vencimientos mayores a un año contados a partir de la fecha de titularización, cuya emisión responderá a obligaciones de la misma especie.”

1.7 PATRIMONIO AUTÓNOMO

El patrimonio autónomo lo constituyen aquellos activos cedidos por el originador con el objeto de emitir valores de oferta pública respaldados en este.

Se le denomina “autónomo” porque no debe formar parte del patrimonio de ninguno de los participantes en el proceso de titularización; su única finalidad es la de respaldar los valores que se emiten a su cargo.

En efecto, los participantes del proceso poseen ciertos derechos derivados del patrimonio autónomo, pero ninguno de estos es su dueño al cien por ciento.

Por ejemplo, no pertenece al originador ya que este se separa de los activos que lo constituyen al momento de cederlo al agente de manejo; tampoco pertenece a esta última porque se encarga únicamente de administrarlo (sin adquirir su dominio) como si fuese su propietario, pero sin confundirlo en ningún momento con su propio patrimonio

dado que este genera los flujos de efectivo necesarios para pagar las obligaciones con los inversionistas; tampoco a estos, pues sólo pueden reclamar los beneficios derivados de los valores emitidos con cargo al patrimonio; y tampoco a la persona en cuyo favor quedará el remanente de este al finalizar la titularización, pues durante esta se encuentra vigente, no le pertenece en ningún momento.

Cabe destacar, que el patrimonio autónomo o fondo de titularización (denominación utilizada por la legislación centroamericana), se encuentra constituido por activos y pasivos. Los primeros son los que cede el originador, mientras que los segundos son los valores de oferta pública emitidos por la fiduciaria, los cuales constituyen obligaciones a cargo del patrimonio y por ende, un pasivo.

Como el patrimonio autónomo responde únicamente de las obligaciones derivadas de la emisión de valores respaldados en este, no puede ni debe responder de obligaciones adquiridas por el originador, la fiduciaria, ni por ningún otro participante del proceso de titularización.

1.8 TIPOS O MODALIDADES DE TITULARIZACIÓN

A nivel internacional, la figura de la titularización lleva ya muchos años implementándose, y se reconocen dos modalidades²³ básicas de esta:

a) Pass through (traspaso o traslado):

En esta modalidad, el originador cede o traspasa en dominio la propiedad de la parte de sus activos que desea que sean titularizados, a una entidad emisora, la cual a su vez estructura estos activos en un patrimonio autónomo para luego emitir valores de oferta pública respaldados en dicho patrimonio.

b) Pay through (pago):

En esta modalidad, el originador cede o traspasa a través de compra-venta, la propiedad de los activos que desea que sean titularizados a la fiduciaria para la respectiva emisión de valores.

²³ Lisoprawski Silvio y Kiper Claudio, Fideicomiso, Dominio Fiduciario, Titularización, Buenos Aires, Ediciones Depalma, 2º edición, 1996, p.4

1.9 MECANISMOS DE GARANTÍA O COBERTURA

Un mecanismo de cobertura es como un escudo financiero que protege²⁴ al inversionista contra cualquier riesgo que afecte los activos que constituyen el patrimonio autónomo derivado de un proceso de titularización, la legislación ecuatoriana lo acoge en el Art. 150 de la Ley de Mercado de Valores y en base a los descritos, los mecanismos de garantía persiguen los siguientes objetivos:

- a) Minimizar los riesgos que pueda afrontar el proceso de titularización.
- b) Al minimizar dichos riesgos, mejorar la calificación de riesgo de los valores emitidos.
- c) Lograr la optimización de los valores al asegurar el cumplimiento del pago respectivo.
- d) Al optimizar los valores emitidos, incrementar la bursatilidad de estos.

Por otro lado, existen dos clases de mecanismos de cobertura según algunos autores²⁵: los internos y los externos.

- Internos:

Son aquellos que provienen de la estructura misma del proceso de titularización. Por ejemplo se pueden mencionar:

- a. Sobrecolateralización:

Esta se da cuando el valor del patrimonio autónomo transferido es mayor que el monto de la emisión de los valores correspondientes. (LMV)

²⁴ Chacón Blanco, José Enrique. Derecho de Mercado de Valores, Editorial Dykinson 1992 pág. 28-31

²⁵ Carvajal Córdova, Mauricio, Aspectos Jurídicos de la Titularización de Activos, Biblioteca Jurídica, Dike, 1996; Ponce Posso, María Antonieta, Doctrina: Modalidades de Titularización de cartera, Revista Jurídica, www.drechoecuador.com

b. Exceso de flujo de caja:

Consiste en crear un fondo de reserva que surge del excedente entre los flujos de efectivo generados por los activos titularizados y los rendimientos pagados al inversionista. (LMV)

c. Sustitución de cartera:

Esta consiste en la sustitución de la cartera crediticia por parte del originador cuando esta cambie de categoría durante el proceso de titularización. Es decir, que si antes de llevar a cabo una titularización, una de las cuentas de la cartera que se consideraba “segura”, pasa a una categoría “insegura”, el originador se obliga a sustituir dicha cuenta por otra de mejor categoría. (LMV)

d. Aval del originador:

Los originadores de un proceso de titularización podrán brindar su aval cuando sean de calidad excepcional, pues de su cumplimiento depende que la cobertura cumpla su finalidad.

e. Subordinación de la emisión:

En este caso, el originador adquiere una parte de los valores que se emiten en la titularización, de tal manera que esta parte queda “subordinada” o condicionada a responder del pago a los inversionistas cuando sea necesario. (LMV)

La parte de la emisión adquirida por el originador podrá siempre cotizar en bolsa sin perder su carácter de subordinada (es decir, se destinará al pago de cualquier eventualidad) en el mercado secundario, lo cual le brinda un mayor rendimiento al poseer un riesgo más alto.

▪ Externos:

Son aquellos que provienen de la participación de un agente externo al proceso de titularización, y que vienen a respaldar al mismo. Tenemos por ejemplo los siguientes:

a. Aavales o garantías:

Son compromisos de pago que adquieren instituciones financieras o aseguradoras en el caso de incumplimiento por parte de la sociedad de titularización para con los inversionistas. (LMV)

b. Fondo de liquidez:

En este mecanismo se destina una cantidad de dinero a un fondo especial para que el patrimonio pueda atender necesidades eventuales de liquidez.

c. Contrato de apertura de crédito:

Para este mecanismo el originador cuenta con una o varias líneas de crédito a favor del patrimonio autónomo con el objetivo de saldar necesidades de liquidez de dicho patrimonio, si las hubiere. (LMV)

d. Seguros de crédito:

En este caso el asegurador adquiere el compromiso de pagar una indemnización al acreedor (inversionistas) por las pérdidas derivadas del incumplimiento de los deudores (agentes de manejo). (En la LMV tiene la misma finalidad que la Garantía Bancaria o Póliza de Seguros)

e. Contratos irrevocables de fiducia mercantil de garantía:

Este consiste en ceder ciertos activos (que no son los del patrimonio correspondiente a la titularización) a un fideicomiso con el fin de que los beneficios recibidos de este sirvan para cubrir la siniestralidad del proceso de titularización. (LMV)

Cabe destacar que para mayor seguridad de los inversionistas y obtener una mejor calificación de riesgo para la emisión, los mecanismos de garantías citados anteriormente deberán cubrir el llamado índice de siniestralidad o coeficiente de desviación del flujo las veces que sea necesario; este índice mide el impacto que ciertas

variables ejercen sobre el comportamiento del flujo de efectivo proyectado y podrán aplicar más de un mecanismo de garantía según el objetivo y la necesidad que tengan dentro del proceso de titularización.

1.10 DESCRIPCIÓN DEL PROCESO BÁSICO DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS

Cuando se habla de un proceso de transformación dentro de la Titularización, se hace referencia al cambio de todos aquellos activos ilíquidos en activos líquidos, es decir, es el proceso mediante el cual se constituyen patrimonios independientes denominados Fondos de Titularización, a partir de la transferencia de activos generadores de flujos de efectivo y administrados por sociedades constituidas para tal efecto (Agente de Manejo). El proceso de transformación parte de las necesidades de financiamiento del originador, quien decide ceder activos (créditos, por ejemplo) y los flujos futuros provenientes de ellos al Agente de Manejo, quien a su vez, los traspasa a un Fondo de Titularización y los aísla de todos los participantes.

Para efectos de entender mejor este proceso se presenta a continuación una descripción general de los sujetos que intervienen y la función que estos realizan dentro del proceso de titularización (estas pueden variar)²⁶:

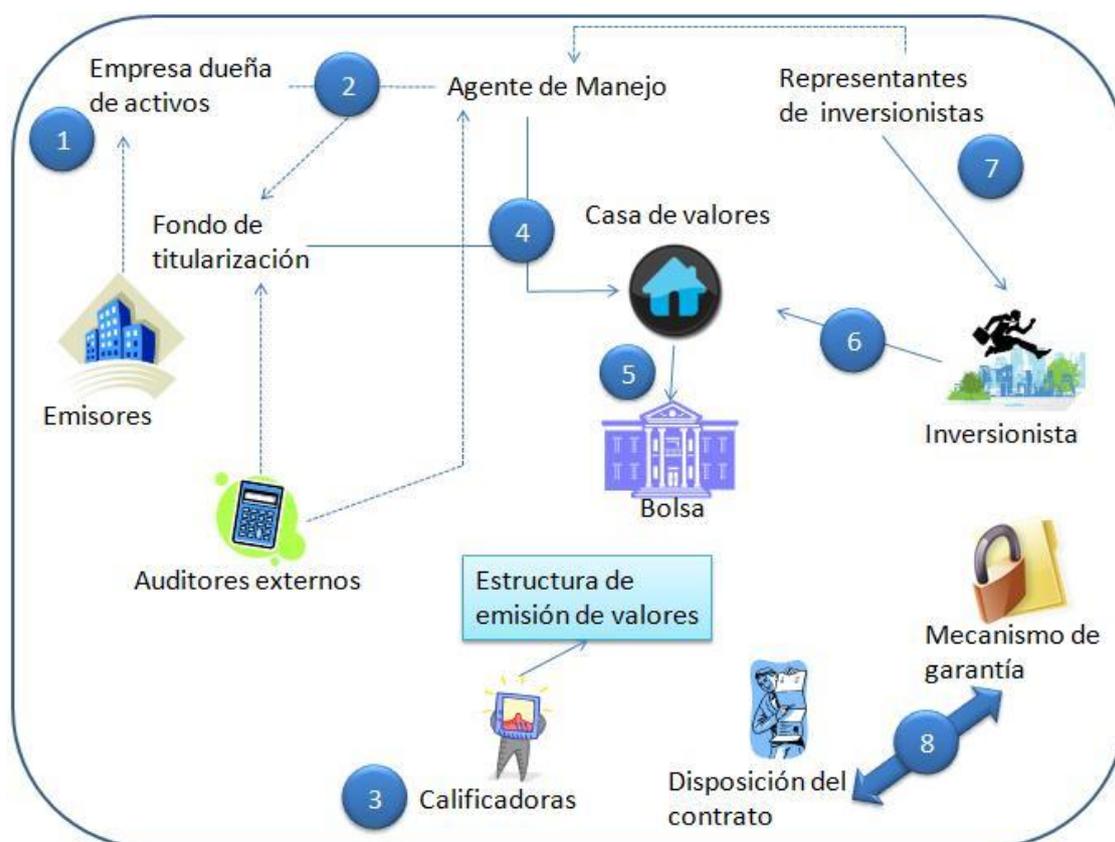
- 1) La empresa posee activos que pueden ser titularizados (proceso de iniciación)
- 2) El Originador transfiere a un Patrimonio Autónomo su cartera de activos la que será administrada por el agente de manejo y este se encarga de constituir (estructurar) estos activos, generando un blindaje llamado “Vehículo de Propósito Especial”. El agente de manejo se encarga de administrar el patrimonio en beneficio de los inversionistas.
- 3) Existe una calificación de riesgo de los activos que conformarán el Fondo de Titularización.
- 4) Se emiten valores de oferta pública respaldados en el patrimonio autónomo o Fondo de Titularización.
- 5) El agente de manejo coloca la emisión en la Bolsa de Valores respectiva a través de una Casa de Valores autorizada.

²⁶ Bolsa de Valores de Bolivia, www.bbv.com.bo

- 6) Los valores son adquiridos por los inversionistas interesados en la Bolsa de Valores a través de un proceso de negociación en Bolsa, en donde participa la Casa de Valores como “puente” o “conector” entre inversionistas y emisores.
- 7) Los inversionistas poseen un representante, quien es el encargado de velar por el cumplimiento del agente de manejo en cuanto al pago de los beneficios que procedan del Fondo de Titularización.
- 8) El remanente irá al mecanismo de garantía o cobertura que se haya escogido para el proceso o de lo contrario el remanente cumplirá con lo estipulado en el contrato.

El sobrante de las operaciones es otorgado según lo estipule el contrato de Titularización. (Fuente: Bolsa de Valores de Bolivia, Prospecto de información sobre el proceso de titularización)²⁷

A criterio de la autora de este trabajo se representa en el siguiente flujo, en la cual se ve detalladamente el proceso de titularización, según lo explicado anteriormente.



²⁷ Ibídem

1.11 BENEFICIOS DE UNA TITULARIZACIÓN

Los beneficios que resultan de la titularización y los efectos que produce en la economía, son varios²⁸:

1. Podría otorgar liquidez a un activo que no era transable en el mercado secundario, dándole así un valor de mercado a activos que tradicionalmente no lo tienen.
2. Proporcionaría un instrumento de menor riesgo y eventualmente de plazos mayores que los activos que los respaldan. En el primer caso, al aislarlos del originador y en el segundo, frente a la posibilidad de reestructurar la distribución de los flujos de fondos producidos por los activos mediante la combinación de los diversos plazos de maduración de los activos reunidos para la titularización.

El título de deuda tradicional conlleva en su calificación de riesgo la capacidad de repago del emisor, es decir, el riesgo de su empresa. En cambio, en el caso de los títulos valores respaldados por activos sólo se califica el riesgo del título en sí mismo y los activos que lo respaldan, independientemente de la calidad del originador y del riesgo empresarial de éste.

3. Puede contribuir al desarrollo del mercado de capitales:
 - 3.1. Funcionaría como una alternativa de financiamiento por medio de la venta de activos inmovilizados.
 - 3.2. Contribuiría al mayor desarrollo del mercado de capitales. Suministra nuevos títulos a la oferta pública, empleando la capacidad y diversidad de los portafolios de inversión de los grandes inversores como los inversionistas institucionales.
 - 3.3. Podría generar una nueva área de actividades para los operadores tradicionales (agentes de mercado, consultoras financieras, etc.)

²⁸ Trocoli Mackliff, Ximena, Titularización Inmobiliaria, Edino, pág. 65; Larrea Andrade, Mario, Régimen Jurídico de Titularización pág. 112; Mejía, Salvador, *La Titularización Bursátil*, Universidad Centroamericana “José Simeón Cañas”, pág. 34; González Torres, Roberto, La titularización a la luz de la Ley de Mercado de Valores, www.vinodkothari.com

- 3.4. Sería una herramienta para provocar la desintermediación financiera y modificar el rol de la banca tradicional.
4. Al titularizar reorganizaría el flujo de caja de los activos subyacentes y proponer un instrumento con las características del inversor al cual se quiere llegar.
 5. Puede beneficiar al demandante de los fondos con la obtención de dinero a un costo menor que el del endeudamiento y sobre todo sin emitir “papeles” (valores) que le signifiquen pasivos (obligaciones, papel comercial) o cuya solución represente cargo al patrimonio contable.
 6. Las entidades financieras con alto grado de inmovilización de sus carteras o largos plazos de amortización, readquieren capacidad prestable.
 7. Disminuiría el costo de endeudamiento, ya que al aislarse el crédito o al establecerse garantías adicionales, disminuye el riesgo negocio y el costo de estructuras propias de los sistemas tradicionales, es decir, mayor eficiencia con menor gasto.
 8. El procedimiento permite un financiamiento que no afecta la relación deuda/patrimonio y, por ende, no afecta los márgenes y límites de endeudamiento de las empresas. Permite a las mismas sacar de sus balances sus activos y su deuda asociada, mejorando esos balances.
 9. Posibilita la ganancia por diferencial entre la tasa del crédito y el “precio” de la titularización, cuando se transmiten activos.
 10. Sería un mecanismo orientado a la disminución del costo del dinero en el mercado, claro está, dependiendo del manejo que se le dé a las variables macroeconómicas del país.
 11. Posibilita la disminución del costo de endeudamiento para la adquisición de activos, siempre que, además, se vayan creando otras condiciones que deben

combinarse, como por ejemplo: la activación del crédito hipotecario con la existencia de inversionistas a largo plazo.²⁹

²⁹ *Ibíd*em

CAPITULO II

LA TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA

2.1 LA TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA COMO HERRAMIENTA FINANCIERA EN EL ECUADOR

Como queda establecido en el numeral 11 del capítulo I en los Beneficios de la Titularización, el fin último de este instrumento financiero, al tratarse de inmuebles es poder transformar en flujo de caja, un bien que de por sí, no es líquido, es decir, lograr la conversión en valores mobiliarios que otorgan liquidez y que permiten la realización de los objetivos propuestos al titularizar.

La inversión en inmuebles es atractiva, segura, rentable, pero el defecto radica en que su liquidez es muy baja y a veces sus propietarios se ven obligados a congelar una parte importante de su capital de trabajo o a postergar la ejecución de proyectos por la falta de financiamiento. Independientemente del fideicomiso inmobiliario que se limita a la administración y desarrollo de proyectos inmobiliarios, la titularización de activos inmobiliarios "permite recuperar el dinero invertido en inmuebles, sin perder la posibilidad de usarlo, continuando con el derecho de uso exclusivo y ejerciendo la propiedad sin ser propietario, separa en la propiedad el ser propietario del ejercicio de la propiedad"³⁰.

Muchas empresas o personas particulares suelen tener una inversión muy grande en bienes inmuebles y sienten temor de salir de ella, ya sea por el interés que se tiene en su disponibilidad, necesidad de uso o por el carácter estratégico de mantener su propiedad. Por ejemplo para cualquier comerciante, la posesión de un punto de venta es vital para mantener el negocio, pues el perderlo representaría prácticamente dejar el mismo; con la

³⁰ Díaz Ardila, Gabriel, La titularización inmobiliaria ¿qué es, cómo se hace y para qué sirve? Santafé de Bogotá, Grupo Consultor de Colombia Oikos, 1998, p. 25

titularización, es posible escoger entre dos extremos: liberar la inversión que tiene en el inmueble o mantener la exclusividad de su uso, y en los dos casos, ejercer la propiedad sin ser propietario.³¹

En el caso de proyectos inmobiliarios, permite reunir a inversionistas, quienes participan de la obra, adquiriendo una parte del Proyecto y aportan con dinero para su ejecución.

“El agente de manejo tiene el derecho jurídico sobre el inmueble o sobre el Proyecto. Al entregar la propiedad al agente de manejo y éste, sobre la base del patrimonio de propósito exclusivo, emitir los valores, otorga a dichos valores propiedades financieras de gran importancia, superiores a las que poseía el bien como tal”³², porque no es lo mismo tener en propiedad un inmueble de un millón de dólares, que ser propietario de diez mil títulos de cien dólares cada uno. Con la titularización el bien inmueble ha sido dividido y empacado en unidades que permiten una gran flexibilidad en su manejo financiero.

Convertido en títulos es más fácil su manejo para el propietario de los valores y para su potencial comprador, quien tiene acceso a la inversión inmobiliaria de alta rentabilidad. Los valores a su vez pueden ser incorporados al mercado de capitales, lo que permite convocar al ahorro público, aglutinar a diferentes inversionistas, en definitiva el valor del inmueble o del Proyecto se acrecienta.

El inmueble o un proyecto inmobiliario al pasar al agente de manejo, quien lo hará de uso exclusivo, y el inmueble al convertirse en valores, sufren una profunda transformación, de modo que adquiere características muy diferentes a las que poseía en su estado inmobiliario. Gracias a esto, el título resulta muy atractivo para el mercado, considerándose como una importante herramienta financiera siempre que posea las características inherentes para su objetivo.

³¹ Highton, Elena, Revista de Derecho Privado y Comunitario, Rubinzal – Culzoni, Editores 1992.

³² Trocoli Mackliff, Ximena, Titularización inmobiliaria, Quito, 1998, p. 24

2.1.1 Características del Título

a) Valorización.- Al titularizarse un activo o proyecto inmobiliario, este incrementa notablemente su valor. Esto se debe a que en forma de valores, aumenta de manera considerable el mercado de posibles compradores o partícipes. Al respecto Gabriel Díaz Ardila en su obra *La Titularización Inmobiliaria*, señala lo siguiente: "Se trata de un verdadero proceso de comercialización que valoriza los objetos por el solo hecho de poder ser vendidos".

El costo del proceso se ve ampliamente compensado con el aumento del mercado de compradores de los valores emitidos. Cuando el bien se encuentra en su estado inmobiliario es indisoluble de modo que solo puede ser comprado como unidad global y por tanto adquirida o financiada la ejecución de una obra, por un número muy reducido de compradores, de ahí su valorización.

b) Bursatilización.- Una gran ventaja y que le da un valor financiero a los títulos valores resultantes de un proceso de titularización, es el hecho de ser bursátiles, es decir, poder ser negociados a través de una bolsa de valores. Esto le da liquidez e interés muy grande como papel comercial.

El título valor da a su tenedor una serie de ventajas y beneficios que no poseen otros documentos tal como sería el caso de una escritura pública. "De la bursatilización proviene entonces la más importante cualidad del Título Valor, como es la de incorporar derechos, convirtiéndolos en algo tangible, hasta el punto de que derecho y papel se conviertan en una misma realidad física que puede ser vendida, canjeada o dada en garantía, mediante su simple entrega y endoso hecho con las formalidades legales"³³

c) Versatilidad.- El valor se negocia en cantidades mucho mayores que los inmuebles en sí y presta más ventajas que ser partícipe de un proyecto inmobiliario que no opera a través de la titularización. Estos valores, pueden utilizarse para el pago de deudas u otros compromisos comerciales o para ofrecer garantías, lo que facilita toda clase de transacciones. Esta es una cualidad de la que carecen los inmuebles y por ello su negociación resulta difícil, mientras que los valores la tienen en grado sumo.

³³ *Ibíd.*, p. 32

d) Mejor garantía.- Aplicando la naturaleza del fideicomiso en garantía, la titularización permite que el inmueble o el proyecto, se conviertan para el poseedor del valor en mejor garantía ante las entidades financieras, siendo garantías reales, sólidas y eficaces, ya que el acreedor puede hacerlas efectivas con mayor facilidad.

Cuando una entidad financiera decide hacer efectiva una hipoteca, tiene que entrar en un reclamo judicial que exige un trámite. En el caso de los valores producto del proceso de titularización, la garantía es la misma en cuanto a solidez ya que se basa en un activo inmobiliario, pero por ser una garantía que puede ser fraccionada, hace el proceso mucho más sencillo. Cuando el activo en garantía "...sea entregado en fiducia y en este caso, la Fiduciaria, pueda hacer uso de él para cancelar a los acreedores, el fraccionamiento de la garantía es una gran fortaleza y la hace más ágil y negociable para tal efecto, incluso podría utilizarse tal fraccionamiento para cancelar parcialmente las cuotas vencidas, sin necesidad de rematar la totalidad del bien o pagar al acreedor con los valores"³⁴.

e) Información.- El objetivo de la información periódica pedida por la Superintendencia de Compañías, es conocer el estado comercial, avalúos periódicos obligatorios, calificación de riesgo, índices financieros que permita conocer e informar al mercado sobre la situación del patrimonio de propósito exclusivo, es decir, llegar a establecer el valor del título.

En cuanto a esta característica, Gabriel García Ardila, en su obra llamada *La Titularización Inmobiliaria* señala que: "la inscripción en el Registro del Mercado de Valores, permite conocer el estado de dicho patrimonio, lo que ofrece al comprador una garantía más de la que no disponen los activos inmobiliarios, al adquirir el valor se conoce claramente su situación y características, lo que le brinda más solidez y ventajas al proceso y al valor en sí, que repercute en interés para el inversionista al darle más seguridad, transparencia y conocimiento del riesgo asumido."

³⁴Ibíd., p. 125

f) Precio.- Un activo inmobiliario titularizado "... es un bien raíz en conserva, que ha sido sacado del mercado inmobiliario para ser trasladado al mercado bursátil, donde puede competir con valorizaciones reales al margen de subpreciaación."³⁵, porque en un momento de crisis los inmuebles pueden disminuir su precio, sin que ello signifique que en realidad hayan perdido su valor.

Más bien en el caso de la titularización tanto de inmuebles como de proyectos inmobiliarios, podríamos decir que el valor del patrimonio autónomo que integran, continúa creciendo y por ello los bienes raíces titularizados pueden seguir valorizándose.

g) Democratización.- Con la titularización nace una nueva forma de inversión que podría definirse como democratización de la propiedad inmobiliaria, pues hace accesible a la población en general, a los grandes negocios y proyectos de inmuebles, a los que no podría llegar en cualquier otra forma y lo que es relevante, le hace partícipe de uno de los mejores negocios.

Gabriel Díaz Ardila sostiene que "La apertura económica y los avances tecnológicos han obligado al sector financiero a buscar e ingeniar alternativas por fuera de sus esquemas tradicionales de negocios, emprendiendo procesos de diversificación de mecanismos en materia de financiación, ahorro e inversión"³⁶.

2.2 NATURALEZA JURÍDICA DE LA TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA.

Con el fin de establecer la naturaleza jurídica de la titularización inmobiliaria, es necesario que se considere que, en general, la titularización es un proceso mediante el cual cualquier persona, sea ésta natural, jurídica, de derecho público o privado, nacional o extranjera, que para los efectos del proceso se denomina Originador o Constituyente, transfiere un inmueble o proyecto

³⁵ Díaz Ardila, Gabriel, op. cit., p. 144

³⁶ Díaz Ardila, Gabriel, op. cit., p. 16

inmobiliario al patrimonio de uso exclusivo, que en términos generales este inmueble o proyecto inmobiliario es un bien ilíquido o de lenta rotación, con el objetivo de maximizar su utilización, convirtiéndolo en valores que posteriormente se los negociará y empacándolo en un vehículo especial denominado Patrimonio de Propósito Exclusivo, previa la celebración de un contrato de Fiducia Mercantil, en el que, en forma expresa, se establecen las instrucciones, para una sociedad Administradora de Fondos y Fideicomisos, a la cual se la conoce como Agente de Manejo.



Debe tomarse en cuenta que la titularización inmobiliaria presenta dos posibilidades:

1.- "Conformar el patrimonio autónomo con inmuebles construidos, en los cuales se puede contemplar que los inversionistas que adquieran los títulos emitidos participen en la valorización del inmueble y/o en los ingresos generados por el arrendamiento del mismo.

También se puede definir variantes en cuanto al destino del inmueble una vez que finalice la titularización, bien sea venderlo o aplicar una opción o compromiso de recompra por parte del originador. "La titularización de inmuebles puede orientarse hacia la vivienda o hacia las construcciones de índole comercial: bodegas, locales y oficinas."³⁷ Este tipo de titularización inmobiliaria se ha llevado a cabo mayoritariamente tanto en Colombia, como en México. "Esta concentración tiene obvias explicaciones: ahí se hallaba el campo más propicio para dar comienzo al

³⁷ Díaz Ardila, Gabriel, op. cit., p. 19

sistema, ya que ofrecía mayores seguridades al inversionista, carecía de riesgos de construcción, permitía conocer el inmueble, al arrendatario y los cánones de arrendamiento, entre otros. Todos estos conceptos claramente inmobiliarios ofrecían el mejor terreno para iniciar los procesos de titularización, que, partían de lo inmobiliario a lo bursátil"³⁸

2.- Estructurar procesos a partir de proyectos inmobiliarios. En este caso el patrimonio autónomo está conformado por el lote en que se construirá el inmueble, los estudios técnicos y de factibilidad económica y el presupuesto de costos del proyecto. Esta figura constituye una interesante alternativa para la reducción de costos financieros en la construcción inmobiliaria y para facilitar la comercialización de proyectos. Estos esquemas también pueden concebir su conformación con cantidades de dinero destinadas a la compra del lote o a la ejecución del proyecto.



De lo dicho anteriormente, se desprende que como elementos subjetivos primordiales del proceso de titularización se encuentran: Originador o Constituyente, Sociedad Administradora de Fondos y Fideicomisos o Agente de Manejo y los Inversionistas.

El propietario del activo inmobiliario o del inmueble para desarrollar el proyecto, Originador o Constituyente, al titularizarlo, separa en dicho activo el ser propietario del ejercicio de la propiedad. Como se deja sentado, existe el activo inmobiliario pero al

³⁸ González Torre, Roberto, La titularización de activos a la luz de la Ley de Mercado de Valores, Revista de Derecho Societario No. 5, Guayaquil, Edino, 2000, p. 43-44

mismo tiempo necesita liberar la inversión o conseguir financiamiento para desarrollar el proyecto, conservando el derecho al uso exclusivo sobre él. Por un lado, está liberando la inversión o busca financiamiento y, por otro, está manteniendo la exclusividad de su uso, la que la transfiere al patrimonio de propósito exclusivo, y este se constituye en un patrimonio autónomo e independiente, pues se lo aplica única y meramente al fin previamente establecido por el Originador y en cumplimiento de sus instrucciones.

Con base a lo señalado en líneas anteriores, se puede concluir que la titularización inmobiliaria reúne las características del Mandato, el mismo que Guillermo Cabanellas en su Diccionario Jurídico lo define como “Orden, mandamiento, precepto, disposición, prescripción para proceder, encargo, comisión, representación, poder.”³⁹

Por otro lado, considero que es importante tener en cuenta que la naturaleza de la titularización es la de un mandato especial, pues es un Fideicomiso Mercantil que la Ley de Mercado de Valores vigente en su artículo 109 define como: “el contrato de fideicomiso mercantil una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporales, que existen o se 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 instrucciones instituidas en el contrato de constitución, bien en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario...”.

³⁹ Cabanellas, Guillermo “Diccionario Jurídico”,....

2.2.1 Similitudes del Fideicomiso Mercantil y el Mandato Civil

Para dar un mayor acercamiento al tema, es posible encontrar similitudes entre los contratos de fideicomiso, como vehículo de la titularización y el contrato de mandato los cuales serían:

SIMILITUDES	
FIDEICOMISO MERCANTIL	MANDATO CIVIL
Elemento Sociológico: Encargos de confianza	
Forma: Mandatario y fiduciario eligen el mecanismo y utilización de medios para lograr el objetivo encomendado	
Característica: Bilateral	
Limitación del Contrato:	Cumplimiento de Instrucciones

Fuente para la elaboración del cuadro: Código Civil Art. 2020 y siguientes y Ley de Mercado de Valores Art. 109

De este cuadro de similitudes, mi análisis apunta a:

1. Tanto el contrato de fideicomiso mercantil como el de mandato tienen como elemento sociológico motivador, la confianza en la persona encargada de cumplir el encargo o las instrucciones, llámese esta agente de manejo o mandatario, pues básicamente los dos contratos son encargos de confianza.
2. En cuanto al manejo de los bienes, objeto del encargo también existe similitud: en el caso del fideicomiso mercantil, la Ley de Mercado de Valores establece que los bienes que integran el patrimonio autónomo (Art. 109 LMV), podrán ser libremente administrados por el fiduciario en la forma que se considere más conveniente dentro de los objetivos señalados y en función de lograr el mejor desempeño y atención de su encargo. En el mandato, el Código Civil, libro IV título X ha previsto que la recta de ejecución del mismo,

comprende además de la sustancia del negocio encomendado, los medios por los cuales el mandante ha querido que se efectúe, pudiéndose utilizar medios equivalentes para cumplir el objeto del mandato. Es decir, que en los dos contratos el agente encargado de cumplir las instrucciones, dispone de la posibilidad de utilizar el mecanismo y los medios más adecuados para cumplir el fin propuesto, identificando de esta manera los elementos: esencial y de naturaleza de los contratos, y sólo si se requiere, los elementos accidentales que son agregados a cada contrato como salvaguarda, como lo contempla el Art. 1460 del Código Civil

3. Los dos son contratos jurídicos, poseen la característica de ser bilaterales ya que genera obligaciones para las partes que intervienen con sus respectivos efectos y excepciones.

4. Finalmente la semejanza que determina la naturaleza de la titularización entre el contrato de fideicomiso mercantil y el contrato de mandato, consiste en que en los dos casos el propietario de los bienes da instrucciones con el objetivo que éstas se cumplan y se realicen como si él mismo las estuviera ejecutando, en el caso del contrato de fideicomiso mercantil las instrucciones se dará a la sociedad administradora de fondos y en el contrato de mandato: al mandatario.

2.2.2 Diferencias entre el Proceso de Titularización y Mandato Civil

Difiere del mandato civil en los siguientes aspectos:

1. En la titularización, el originador da instrucciones al agente de manejo, para que de manera irrevocable, con el carácter de temporal, cumpla sus órdenes e instrucciones, transfiriendo el bien raíz, para el cumplimiento de la finalidad prevista. El mandato en el Código Civil es inminentemente revocable, en cualquier momento y sin previa autorización del mandatario

2. En la titularización el Originador entrega y transfiere la propiedad los bienes al agente de manejo para que él cumpla con sus instrucciones. En el mandato, el mandante no transfiere bien alguno, simplemente los pone a disposición del mandatario para que observe los términos del respectivo poder.

3. En la titularización sólo pueden actuar como mandatarios y recibir instrucciones las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos. En el mandato civil, recibe el encargo cualquier persona de confianza del poderdante siempre que no sea incapaz para ejercer las funciones inherentes al mandato.

Podemos concluir que el proceso de la titularización, que necesariamente implica la constitución de un fideicomiso mercantil, es una figura establecida en la Ley de Mercado de Valores que señala que el agente de manejo se constituye en propietario del fideicomiso, pero éste sería un propietario sui-géneris, al ser el único propietario al que se le pueden dar instrucciones y órdenes sobre el uso que hace del bien y de sus frutos y es más, su responsabilidad solo alcanza a la buena administración del encargo.

Con estos antecedentes, se puede concluir que la legislación al trasladar la propiedad al patrimonio de propósito exclusivo a más de crear un mecanismo alternativo y novedoso de inversión, sólo pretende dar seguridad a los inversionistas y viabilizar el proceso, ya que dicho patrimonio separado, independiente, afecto a la finalidad específica determinada por el constituyente y que se lo considera como ente dotado de personalidad jurídica, es el vehículo sobre el cual se emiten los valores que se negocian, fundamentándose todo ello en las instrucciones del originador, quien dispone del activo inmobiliario y a partir de la celebración del respectivo contrato da inicio al proceso en el cual la sociedad administradora de fondos que actúa como agente de manejo, solamente cumple sus órdenes disponiendo de los bienes para el logro del fin propuesto.

2.3 PROCESO JURÍDICO DE LA TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES

Debido a sus características propias, la titularización inmobiliaria implica necesariamente aspectos financieros con el objetivo de lograr la transformación de un activo inmobiliario o un proyecto inmobiliario, en valores transables en la Bolsa de Valores.

El Agente de Manejo para cumplir plenamente con el objetivo de la titularización inmobiliaria, conforme a las instrucciones del Originador o Constituyente, debe implementar una estrategia dentro del proceso para que los valores que resulten del mismo, y así sea realmente atractivos a los inversionistas.

De acuerdo lo que dice la ley la titularización inmobiliaria, al ser un proceso, debe seguir una secuencia ordenada de pasos para llegar a ser viable. En primer lugar, se debe seleccionar un activo o proyecto inmobiliario a titularizar que servirá de fundamento al proceso “para lograr un equilibrio financiero”⁴⁰. Este primer paso deberá regirse por el reglamento de gestión acordado y que a su vez señalará el comienzo de este proceso de titularización.

Naturalmente, el agente de manejo deberá realizar un estudio completo sobre el inmueble o proyecto inmobiliario para conocer su situación y su real posibilidad de poder ser transferido a un patrimonio de propósito exclusivo con el fin de poder titularizarse, es decir, si podrá cumplir el denominado punto de equilibrio, el cual constituye un juicio de valor, una apreciación que llega tanto del originador, del agente y los inversionistas, a partir de la cual se puede considerar viable un proyecto; tal viabilidad o factibilidad se aprecia desde tres puntos de vista: jurídico, financiero y técnico.

⁴⁰ Art. 140 de la Ley de Mercado de Valores ecuatoriana

De acuerdo al Reglamento sobre Procesos de Titularización Aplicable a Originadores de Derecho Privado, en su artículo 5 señala:

“El Agente de manejo de la titularización considerará al menos los siguientes aspectos para realizar el análisis del patrimonio autónomo según corresponda:

a.- Costos y gastos de mantenimiento de los inmuebles de los últimos tres años y proyección debidamente sustentada para cubrir igual período que la emisión de valores;

b.- Utilidad operacional y utilidad neta de los tres últimos años y una proyección debidamente sustentada por un período igual al de la emisión de valores;

c.- Ingresos adicionales previstos dentro del período de vigencia de la emisión de los valores derivados de la titularización o cuotas, contados a partir de la fecha de constitución del fideicomiso mercantil o fondo colectivo, respectivamente;

d.- Otros costos y gastos adicionales del fideicomiso mercantil o fondo colectivo previstos para los tres años siguientes contados a partir de la fecha de constitución del fideicomiso mercantil o fondo colectivo;

e.- Posición expuesta por diferencial cambiario, de ser del caso;

f.- Información estadística de los últimos tres años, respecto de la generación de flujos de fondos del patrimonio autónomo o independiente. Si la generación de los flujos de fondos es menor a los tres últimos años, las estadísticas se tomarán desde la fecha de inicio del flujo;

g.- Proyección de la capacidad de generación de flujos de fondos para un período no inferior al de la vigencia de la emisión; y,

h.- Demostración de la existencia de garantías y coberturas que amparen los bienes objeto de la emisión de valores derivados de una titularización e idoneidad de las mismas.”

Estos estudios señalados por el Reglamento mencionado deben realizarse para poder acceder a la autorización de emisión de valores.

En segundo término se encuentra la celebración del contrato de Fiducia Mercantil, entre el Originador y el Agente de Manejo (sociedad administradora de fondos y fideicomisos). Este contrato debe contener básicamente lo siguiente de acuerdo a nuestra legislación (Art. 120 LMV):

- a) Identificación del originador y beneficiario, que puede ser cualquier persona menos el agente de manejo
- b) Declaración juramentada sobre la procedencia de los bienes por parte del originador, así como de la inexistencia de causa u objeto ilícitos y de no causar perjuicios con la transferencia de la propiedad
- c) La transferencia de los bienes, que debe ser de forma irrevocable, en fideicomiso mercantil al agente de manejo, así como las garantías que le accedieren, a menos que se establezca entre los contratantes lo contrario, situación que el agente de manejo deberá dar a conocer a los inversionistas.
- d) Los derechos y obligaciones de las partes, así como de los constituyentes adherentes, si los hubiere
- e) Denominación del agente de manejo

- f) Denominación con la cual se conocerá al patrimonio de propósito exclusivo
- g) Causales y forma de terminación del fideicomiso mercantil
- h) Causas de sustitución del agente de manejo y procedimiento
- i) Condiciones generales o específicas para el manejo, entrega de los bienes, frutos, rendimientos y liquidación del fideicomiso.

El contrato se lo eleva a escritura pública y se lo inscribirá en el Registro de la Propiedad correspondiente donde está localizado el inmueble o proyecto a titularizar.

En tercer lugar, se deberá realizar la conformación del patrimonio de propósito exclusivo, que se integra el momento en que el originador transfiere la propiedad del inmueble, objeto de la titularización, al patrimonio de propósito exclusivo, para que cumpla con las instrucciones indicadas en el contrato.

Como cuarto paso, celebrado el contrato, el agente de manejo procederá a constituir uno de los mecanismos de garantía previstos en la Ley de Mercado de Valores (artículo 150) que deberá cubrir en 1.5 veces el índice de desviación según lo estipula el artículo 8 del reglamento de la ley mencionada.

Luego, el agente de manejo debe obtener una póliza de seguro que ampare contra todo riesgo al inmueble del patrimonio autónomo, con una vigencia de hasta tres meses posteriores al vencimiento de los valores producto del titularización. Tras esto, se deberá obtener una certificación otorgado por el Registrador de la Propiedad del cantón donde se ubique el inmueble, en el que indique que el inmueble está libre de gravámenes o limitaciones de dominio.

Posteriormente, deberá contarse con dos avalúos actualizados sobre el inmueble los cuales deberán ser efectuados por peritos independientes del originador y del Agente de Manejo, de reconocida trayectoria en el ramo. Este avalúo, según el reglamento sobre procesos de titularización, debe ser actualizado y no tener más de seis meses de antelación a la fecha de presentación de la solicitud de autorización de oferta pública e

inscripción de los valores derivados del proceso de titularización ante la Superintendencia de Compañías. Igualmente se deberá obtener una certificación emitida por los valuadores sobre su independencia frente al originador y al Agente de Manejo.

Adicionalmente, se deberá contar con la respectiva calificación de riesgo de los títulos a ser emitidos, que deberá ser realizada por una calificadora de riesgo legalmente establecida y autorizada para tal efecto. Esta calificación será objeto de actualizaciones periódicas, la cual podrá ser conocida por el inversionista a través del Registro de Mercado de Valores, publicaciones por la prensa y el reglamento de calificación de riesgo que debe efectuar la compañía calificadora de riesgos.

Así mismo, se realizará el Prospecto de Oferta Pública establecido en el Art. 157 de la Ley de Mercado de Valores y Art. 4 de la Resolución No. CVN-009-2006, de manera que la información le permita al inversionista formarse una idea cabal sobre los términos y condiciones de los valores en los cuales invertirá, y con la información que señala el artículo 11 del reglamento mencionado relativo al contenido del prospecto de oferta pública y que entre lo principal se destaca: Título del Prospecto, Nombre o Razón social del Originador y del Agente de Manejo, denominación del fideicomiso, tipo de valores a emitir (Art. 147 LMV), monto de la emisión, calificación de riesgo, nombre del agente pagador, fecha y resolución aprobatoria por parte de la Superintendencia de Compañías autorizando la oferta pública y la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores entre otras. Así mismo, se debe indicar información sobre el originador, el agente de manejo, el patrimonio de propósito exclusivo, las características de la emisión, (monto total, destinatarios, plazo de la oferta pública, procedimiento para la colocación, monto mínimo de la inversión, aspectos tributarios de la inversión) como se encuentra también señalado en los Art. 139 y siguiente de la Ley de Mercado de Valores, los que indican cada uno de los temas antes mencionados.

Para el caso de la titularización de inmuebles el prospecto deberá indicar también:

- a) Descripción detallada del inmueble titularizado: tipo de bien, ubicación, área de construcción, número y fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad;

- b) Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su cálculo;
- c) Descripción de la póliza de seguro que ampara al inmueble contra todo riesgo;
- d) Resumen de los dos avalúos actualizados efectuados por peritos independientes del originador y agente de manejo.

Igualmente, para el prospecto de titularización de proyectos inmobiliarios adicionalmente se debe señalar:

- a) Descripción detallada del bien inmueble transferida al patrimonio autónomo que contenga la menos: tipo de bien, ubicación, área, número y fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad;
- b) Descripción del proyecto inmobiliario a desarrollar, incluyendo un resumen de los aspectos más relevantes del estudio técnico, económico y de factibilidad, presupuesto de obra del mismo
- c) Etapas y duración estimada del proyecto;
- d) Descripción detallada de la determinación del punto de equilibrio del proyecto y tratamiento en caso de no alcanzarse el mismo;
- e) Nombre o razón social del constructor y resumen de su experiencia en el sector y en obras de similar naturaleza;
- f) Nombre o razón social del fiscalizador y resumen de su experiencia en el sector y en obras similares;
- g) Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su cálculo;

- h) Resumen del contrato de construcción;
- i) Resumen del contrato de fiscalización;
- j) Descripción de las garantías bancarias o póliza de fiel cumplimiento del contrato y buen uso de anticipos
- k) Resumen de los dos avalúos actualizados efectuados por peritos independientes del originador y agente de manejo, y;
- l) Descripción de la póliza de seguros que ampara al inmueble de todo riesgo.

Como siguiente paso, se debe obtener la autorización por parte de la Superintendencia de Compañías para proceder a emitir e inscribir los títulos en el Registro de Mercado de Valores. Para efectuar la Oferta Pública de Valores, se lo hará a través de un fideicomiso mercantil o fondo colectivo de inversión.

Debo indicar que el fideicomiso mercantil y el fondo colectivo de inversión son figuras diferentes, una de las diferencias radica en la generalidad y su finalidad. En cuanto a generalidad el fideicomiso mercantil es una figura global, mientras que el fondo colectivo es lo específico o puntual y de esto se deriva la diferencia de su finalidad, el fondo colectivo de inversión es creado para un proyecto en específico, mientras el fideicomiso mercantil puede ser creado para cualquiera de los tipos de fideicomisos (de garantía, de administración, para proyectos inmobiliarios), otra diferencia se encuentra en sus participantes o integrantes, en el fideicomiso mercantil intervienen el constituyente, el patrimonio autónomo y el beneficiario, mientras en el fondo colectivo participan los aportantes, o inversionistas y el fondo común.

La Administradora de Fondos y Fideicomisos deberá presentar a la Superintendencia de Compañías la información general sobre el proceso de titularización como lo señala el artículo 7 del Reglamento expedido mediante Resolución del Consejo Nacional de Valores No. CVN-009-2000 sobre procesos de Titularización aplicable a los originadores y cuya elaboración, análisis y verificación le corresponde a aquella. En términos generales se debe presentar:

- a) Solicitud de autorización de oferta pública y la inscripción en el Registro del

Mercado de Valores, debidamente suscrita por el representante legal de la Administradora de Fondos y con firma de abogado;

- b) Prospecto de oferta pública;
- c) 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 cual deberá contemplar una proyección de por lo menos el tiempo de vigencia de los valores emitidos en el proceso de titularización;
- d) Indicar el o los mecanismos de garantía constituidos por el originador o por el agente de manejo;
- e) En caso de que en el proceso de titularización se emitan títulos, facsímil del título
- f) Declaración juramentada del representante legal del Agente de Manejo acerca de la veracidad de la información contenida en el prospecto de oferta pública.

Adicionalmente, para el caso de inmuebles generadores de flujo de caja, deberá incluirse lo estipulado en el número 7.3 del mismo cuerpo legal antes mencionado:

- a) Determinación del valor de la emisión;
- b) Determinación del índice de desviación en la generación de los flujos proyectados del inmueble
- c) Copia de la Póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo a favor del patrimonio autónomo

- d) Certificación de que el inmueble está libre de gravámenes o limitaciones de dominio emitidos por el Registrador de la Propiedad.
- e) Los dos avalúos actualizados sobre el inmueble los cuales deberán ser efectuados por peritos independientes; y,
- f) Certificación emitida por los valuadores sobre su independencia frente al originador y el Agente de Manejo.

Para proyectos inmobiliarios lo estipulado en el número 7.4 del reglamento en mención que dice:

- a) Determinación del monto de la emisión;
- b) Determinar el índice de desviación en la generación de los flujos proyectados inmobiliarios;
- c) Certificación de que el inmueble donde se desarrollará el proyecto inmobiliario está libre de gravámenes o limitaciones de dominio;
- d) Estudio técnico - económico detallado que concluya razonablemente la viabilidad financiera del proyecto. Este estudio deberá contemplar además la factibilidad del proyecto así como la programación de la obra con su cronograma de ejecución;
- e) En el presupuesto total del proyecto deberá incluirse el valor del inmueble y el costo de los diseños, estudios técnicos y de factibilidad económica, programación de obras y presupuestos, así como los valores correspondientes a administración, imprevistos y utilidades, incluyendo los costos de promoción y ventas;

- f) Declaración rendida ante un Notario por el constructor que acredite experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar envergadura;
- g) Denominación de la compañía fiscalizadora de la obra, la cual deberá certificar su independencia frente al constructor de la obra;
- h) Indicar la forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución de la obra. Este punto de equilibrio deberá considerar al menos la viabilidad legal, financiera y técnica para llevar adelante el proyecto;
- i) Copia de la proforma de la póliza de seguro contra todo riesgo a favor del patrimonio autónomo.
- j) Copias de las proformas de las garantías bancarias o pólizas de seguros de fiel cumplimiento del contrato y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos, constituidas por el constructor.

Cabe mencionar que los títulos en proceso de autorización, se emitirán hasta por un monto que *no exceda del 90% del valor presente de los flujos futuros proyectados* (las cursivas son mías) que generará el inmueble durante el plazo de la emisión de valores de titularización, para el caso de inmuebles; y *del 100% del presupuesto total del proyecto inmobiliario* para el caso de proyectos. La naturaleza de los valores emitidos, en correspondencia con el artículo 148 de la Ley de Mercado de Valores, puede ser nominativa o a la orden, pudiendo además, ser de tres tipos: de contenido crediticio (Valores de titularización de contenido crediticio), de participación (Valores de titularización de participación) o mixtos (valores de titularización mixtos)⁴¹.

Como siguiente paso, se procederá a inscribir los títulos, luego de su autorización para la emisión, tanto en el Registro de Mercado de Valores, como en Bolsa de Valores, si se los va a ofertar públicamente. Por lo tanto deberá contratarse a una Casa de Valores

⁴¹ Cevallos Vásquez, Víctor, Mercado de Valores y Contratos Tomo II, pág. 234; García de Enterría Javier, Mercado de Control, Medidas defensivas y Ofertas competidoras, pág. 117; Ramírez, Fresia, La Oferta Pública de Adquisición, www.uaxa.ac

para la respectiva negociación y de considerarlo necesario se puede celebrar un contrato de underwriting. Luego se colocarán los valores en el mercado, sea por negociación pública o privada.

Como último paso, se deberá realizar la asignación de los fondos recaudados al objetivo establecido por el originador y según la naturaleza de los valores emitidos.

2.3.1 Vehículos Jurídicos para la Titularización

Dentro de este capítulo, “la Titularización Inmobiliaria”, me parece importante hacer hincapié en lo que se ha denominado como *vehículos jurídicos de la titularización*, que naturalmente se centrarán en aquellos que tengan que ver con la inmobiliaria, objeto del presente trabajo investigativo.

De acuerdo con el doctor Mauricio Carvajal Córdova en su obra Aspectos Jurídicos de la Titularización de Activos, se puede entender por vehículos jurídicos, por una parte, a los “tipos contractuales que sirven de medio de vinculación entre el originador, agente de manejo y los suscriptores de los títulos”, y por otra, a las “modalidades que, como tal, puede tomar el patrimonio autónomo por medio del cual se puede desarrollar un proceso de titularización.”⁴²

Por lo expuesto, y conforme el autor mencionado, podemos encontrar en nuestra legislación en el inciso quinto del Art. 139 en la Ley de Mercado de Valores señala que, los vehículos jurídicos para lograr desarrollar un proceso de titularización son: el fideicomiso mercantil y, a través de los fondos colectivos de inversión, administrados por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos.

La Sociedad Administradora de Fondos y fideicomisos, es aquella entidad que como su nombre lo indica, administra o gestiona los fondos y fideicomisos que tiene a su cargo y responsabilidad; la Ley de Mercado de Valores la señala en el Capítulo III Art. 97 el objeto social a la administración de:

- Fondos de inversión
- Negocios fiduciarios

⁴² Carvajal, Mauricio, op. cit. P. 93

Además de representar fondos internacionales de inversión y actuar como emisor en procesos de titularización, ésta última limitación se fundamenta en el inciso primero ibídem indica que deberán sujetarse a las disposiciones relativas al fideicomiso mercantil (capítulo I; 1.6 de este trabajo) y titularización que consta en la ley citada.

En lo que a la luz de la actual legislación se refiere, el fideicomiso mercantil constituye un contrato típico, una clase de negocio fiduciario sustentado en la transferencia de la propiedad de los bienes que, pueden existir o existirán, por parte del constituyente con la variable del tiempo específicamente a un patrimonio autónomo con personalidad jurídica mientras que para establecer una diferencia, el encargo fiduciario, en cambio, se presentan las mismas características del fideicomiso mercantil exceptuando: la transferencia de los bienes que no se da y por lo tanto tampoco se conforma patrimonio autónomo alguno.

De acuerdo a lo expuesto, el artículo 109 de la Ley de Mercado de Valores concuerda plenamente con el párrafo anterior así como la doctrina II No. GS No. 26, del Régimen de Mercado de valores donde hace referencia que el fideicomiso mercantil tiene la característica de ser un contrato real fundamentado en el Art.1459 del Código Civil, ya que es necesario la tradición de la cosa a la que se refiere, a la vez se ha considerado a este tipo de contrato como consensual, ibídem, ya que se consolida desde que las partes prestan recíprocamente su consentimiento. Esto no debe confundirse con las formalidades requeridas para la adquisición del derecho real, que deviene de la transferencia de los bienes o derechos que integrarán el patrimonio autónomo, el cual se constituye como un efecto jurídico del contrato.

Por otra parte, en el artículo 114 de la Ley de Mercado de Valores, señala que el encargo fiduciario es el “contrato escrito y expreso por la cual una persona llamada constituyente instruye a otra llamada fiduciario, para que de manera irrevocable, con carácter temporal y por cuenta de aquel, cumpla diversas finalidades, tales como de gestión, inversión, tenencia o guarda, enajenación, disposición a favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

En este contrato se presentan los elementos subjetivos del contrato de fideicomiso mercantil, pero a diferencia de éste no existe transferencia de bienes

de parte del constituyente que conserva la propiedad de los mismos y únicamente los destina al cumplimiento de finalidades instituidas de manera irrevocable. Consecuentemente, en los encargos fiduciarios, no se configura persona jurídica alguna.”

Luego de exponer estas precisiones sobre el fideicomiso, es necesario revisar cuáles son sus principales características:

- a) El fideicomiso es un contrato traslativo de dominio (con objeto de administración) tanto de bienes muebles como inmuebles de naturaleza corporal o incorporal. Además solemne ya que la constitución debe hacerse por escritura pública, tal como lo corrobora el artículo 24 del Reglamento a la Ley de Mercado de Valores.
- b) El patrimonio del fideicomiso es independiente de aquel del constituyente, fiduciario y del beneficiario, así como el de otros fideicomisos. Constituye un patrimonio especial, el cual por mandato de la ley tiene personalidad jurídica, motivo por el cual debe contar con una denominación peculiar.
- c) El fideicomiso se celebra siempre para intentar lograr una finalidad a partir de las funciones del fiduciario mercantil.
- d) Pueden ser constituyentes del fideicomiso, tanto personas de derecho privado como de derecho público.
- e) El fideicomiso es irrevocable, aunque la tenencia en manos del fiduciario sea siempre temporal. La temporalidad deviene de que cumplida la finalidad, plazo o condición, los bienes transferidos pasarán al beneficiario o al propio constituyente, según corresponda y atendiendo a los efectos contemplados en el contrato.
- f) El fiduciario no puede ser beneficiario del fideicomiso mercantil.

- g) La transferencia de los bienes a título de fideicomiso mercantil no es gratuita ni onerosa, tiene un carácter neutro, lo cual constituye una característica importante dentro de la óptica del derecho tributario.
- h) La transferencia de bienes muebles o inmuebles a título de fideicomiso mercantil no está sujeta a ningún tipo de tributo, incluso la “restitución al constituyente” cuando la cosa no ha experimentado cambio alguno y tal devolución se deba a caso fortuito, condición fallida o por efecto contractual, tampoco está gravada.

El fideicomiso puede derivar en un sin fin de modalidades, dependiendo de lo que el fideicomitente desea realizar, ya que aquel constituye "un traje a la medida"⁴³. En el Art. 17 de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional del Valores⁴⁴ en el Título V de los Negocios Fiduciarios en la sección VI de Disposiciones Generales establece las modalidades del fideicomiso mercantil las cuales las detallo a continuación:

- a) El fideicomiso de Garantía.- por este fideicomiso, un deudor transfiere bienes a un patrimonio autónomo con el objeto de respaldar el cumplimiento oportuno de una obligación a favor de un tercero. En caso de que el deudor no satisfaga oportunamente la deuda, el fiduciario procederá a la venta del bien o bienes fideicomitados, destinando el producto obtenido al pago de la deuda.

Lo anterior determina que en el fideicomiso mercantil en garantía, el deudor es fideicomitente y que su acreedor es el fideicomisario, a quien el fiduciario designado, en caso de que el deudor no le satisfaga la deuda que mantiene, deberá pagarle con el producto que obtenga de la venta del bien.

Esta modalidad de fideicomiso mercantil ha sido un "producto financiero" que en países como Colombia y México, desplazando a las garantías tradicionales (hipoteca, prenda, fianza) ya que representa, en teoría, una garantía de ejecución mucho más rápida y de

⁴³ Frase citada por González Torre, Roberto, La titularización de Activos a la Luz de la Ley de Mercado de Valores, www.vinodkothari.com.

⁴⁴ Resolución del Consejo Nacional de Valores publicado en el Registro Oficial Suplemento con fecha del 8 de marzo del 2007.

mayor certeza respecto de aquellas que para su realización en dinero requieren un proceso judicial.

En el Ecuador, la utilización del fideicomiso en garantía ha tenido lugar básicamente, como forma de sustitución de las tradicionales pignoraciones de títulos valores a favor de bancos e instituciones financieras y otras pocas aplicaciones de fideicomiso en bienes inmuebles y flujos de caja en garantía.

b) Fideicomiso de Gestión o de Administración.- esta modalidad resulta genérica y de difícil caracterización atendiendo el sinnúmero de actuaciones y las múltiples posibilidades de intervención de un fiduciario ante las instrucciones del fideicomitente.

En sentido lato, el fideicomiso de gestión o administración es aquel por el cual se transfieren ciertos bienes al patrimonio autónomo para que los administre basándose en las finalidades pretendidas por el fideicomitente, que están relacionadas con operaciones de guarda, tenencia, conservación o cobro de productos de los bienes fideicomitados, entrega de sus rendimientos o beneficios al fideicomisario.

c) El fideicomiso de inversión.- convenido para administración de arriendos de inmuebles, mecanismo de control de flujo de efectivo, con fines de capitalización de sociedades y para realizar procesos de titularización. De las aplicaciones referidas la que ha tenido mayor aplicación en el Ecuador es el fideicomiso de inversión.

d) El Fideicomiso de Inmobiliario.- el contenido básico de un contrato de Fiducia mercantil fue abordado dentro del Proceso Jurídico de la Titularización Inmobiliaria, por lo que, considero que no hace falta revisarlo.

Como segundo vehículo para la titularización encontramos a los fondos colectivos de inversión. Dichos fondos se encuentran directamente regulados en la Ley de Mercado de Valores, dentro del Título XIV, Capítulo II, De los Fondos de Inversión, por el Reglamento de los Fondos de Inversión y la codificación de Regulaciones del Consejo Nacional de Valores

El artículo 75 y 76 de la Ley de Mercado de Valores que define a los Fondos de Inversión y las clases de los fondos de inversión, respectivamente, y explicado ya en el capítulo I; "su *modus operandi* (constituidos para procesos de titularización) radica en la expedición de derechos (cuotas) de bajo valor nominal, cuya colocación permite captar los recursos con los cuales el fondo compra total o parcialmente una emisión pública o privada conformada por títulos de alto valor nominal y a los cuales el pequeño inversionista individualmente considerado no tendría posibilidades de acceder."⁴⁵

2.3.2 Valores que se emiten como resultado de la titularización inmobiliaria y sus beneficios

Sobre la base de lo que señala la Ley de Mercado de Valores en su artículo 138, es decir, el concepto de titularización, donde se destaca la emisión de valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil y con cargo a un patrimonio autónomo, en base a lo estipulado en el artículo 2 del cuerpo normativo señalado, se considera como 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 contenidos crediticio de participación o mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores"; y tal como lo define el artículo 147 de la misma Ley y el artículo 1 del Reglamento sobre Procesos de Titularización aplicable a originadores de Derecho Privado, para los procesos de titularización se emiten tres tipos de valores a los cuales se los denomina:

⁴⁵ Carvajal Córdova, Mauricio, op. cita...p. 125

1. Valores de Titularización de Contenido Crediticio.- Los cuales incorporan el derecho a percibir la cancelación del capital invertido más el correspondiente rendimiento financiero con los recursos del fideicomiso mercantil o fondo colectivo de inversión, en los términos o condiciones que consten en el documento. Por lo tanto podemos asimilarlos a valores de renta fija parecidos a los generados en la emisión de obligaciones. La emisión de este tipo de valores se encuentra respaldada por el patrimonio de propósito exclusivo, que para el caso de la titularización de un activo inmobiliario está conformado por el inmueble transferido, y en el caso de la titularización de un proyecto inmobiliario, está integrado el bien inmueble (lote), los diseños, estudios técnicos y de pre factibilidad económica, programación de obra y presupuestos para el desarrollo del proceso, o bien, podrá estar integrado con sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la ejecución del proyecto como lo determina la Ley en el artículo 155 del mismo cuerpo legal.

En caso de insuficiencia de los activos fideicomitidos, los mecanismos de cobertura integrados al proceso habrán de responder. Si aún así el pago no puede tener lugar, ello constituye un riesgo a cargo del inversionista, principio que es rector de todos los procesos de titularización. *De ninguna manera cabe entender o alegar que el emisor se obliga, con sus propios bienes, al pago de los valores emitidos.*

Para el caso de estos valores, los beneficios de la inversión consisten en el rendimiento financiero que el inversionista percibirá en el tiempo y según las condiciones estipuladas en el valor. Este tipo de valores además se encuentra respaldado por el pasivo.

2. Valores de Titularización de Participación.- representan para el inversionista el derecho de participar en los resultados económicos generados por los bienes que conforman el fideicomiso mercantil de titularización, en proporción a los montos invertidos y bajo la modalidad de renta variable. Por lo tanto no representa un

crédito por cobrarle al fideicomiso, sino de participar en los resultados del mismo. Los títulos pueden contener cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable, pudiendo tales cupones ser nominativos o a la orden, según corresponda a la característica de los valores a los cuales se adhieren. La negociación secundaria de los cupones se hará siguiendo lo estipulado en el artículo 204 del Código de Comercio.

Los valores de participación entregan al inversionista una alícuota del patrimonio de propósito exclusivo en proporción a su inversión, participando de los resultados finales del proceso. Es por este motivo que se los puede asimilar a los valores de renta variable.

En este caso, la rentabilidad no está predeterminada, los estudios y análisis pueden prever la obtención de utilidades, sin embargo en este caso el posible riesgo es mayor, pues la inversión en este tipo de valores está sujeta a eventualidades. Sin embargo, estos valores proporcionan más ventajas, pues, en el artículo 155 la Ley de Mercado de Valores ha establecido que el inversionista en un proyecto de titularización inmobiliaria “es participe del proyecto en su conjunto, obteniendo una rentabilidad derivada de la valoración del inmueble, de la enajenación de unidades construcción o, en general, del beneficio obtenido en el desarrollo del proyecto.” Es decir, la vinculación del inversionista al proceso es mayor.

Este tipo de valores que se caracterizan por respaldar la titularización de proyectos inmobiliarios, presentan varias alternativas, las mismas benefician a las partes y hacen al valor más atractivo, así por ejemplo: pueden colocarse a plazos, en cuyo caso el inversionista suscribe con el agente de manejo un “convenio de adhesión” que lo convierte en constituyente adherente, pues las cuotas que periódicamente va cancelando sirven para financiar la obra y se garantiza que el proyecto contará con los flujos de recursos necesarios. Cuando concluye el pago, recibe el valor de participación. Pueden dar la opción de convertirse en acciones a la finalización del proyecto, asemejándose a las obligaciones convertibles en acciones, lo cual implicará que el originador sea una persona jurídica y que realice el respectivo

aumento de capital, estando los valores ligados a los resultados de la operación y a la plusvalía del inmueble.

Otro beneficio consiste en que “estos títulos poseen la característica peculiar de proteger al inversionista frente a la baja de interés. Son necesarios en cualquier portafolio que maneje inversiones de renta fija, ya que neutraliza sus efectos y protegen cuando las tasas de interés son bajas, debido a que los inmuebles en estas circunstancias incrementar las tasas de valorización”⁴⁶

Para dar mayor garantía a los constituyentes adherentes o a los inversionistas, el agente de manejo suscribe con ellos una Carta Conjunta por la que se compromete a restituirles los dineros entregados luego de firmados el convenio de adhesión, más los rendimientos obtenidos, si no se hubiere alcanzado el punto de equilibrio dentro del plazo previsto en dicha carta o en las prórrogas que se acordaren.

3 Valores de Titularización Mixtos.- aquellos que combinan las características de las otras dos clases explicadas anteriormente, siempre conforme a las condiciones que contemple el contrato de fideicomiso.

Estos títulos pueden contener cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable, pudiendo tales cupones ser nominativos o a la orden, según corresponda a las características de los valores a los cuales se adhieren. La negociación secundaria de los cupones se hará siguiendo el artículo 204 del Código de Comercio.

Los valores mixtos por reunir las características de los dos valores anteriores, participan simultáneamente de sus beneficios, pueden emitirse con las características de valores de contenido crediticio en una parte y, en otra, con las de

⁴⁶ Díaz Ardila, Gabriel, op. cit., p. 59

valores de participación, o bien pueden sucederse ambas características durante su vigencia.

Cualquiera de estos valores constituye un instrumento que puede utilizarse en diferentes maneras: hacerlo líquido en el mercado secundario, transferirlo en pago o darlo en garantía.

CAPÍTULO III

INTERVINIENTES EN LA TITULARIZACIÓN

INMOBILIARIA: SUS FUNCIONES

Como se había desarrollado a groso modo en el capítulo I de este trabajo, los participantes o intervinientes en el proceso de titularización tienen funciones como también prohibiciones inherentes. Los tratadistas Caterineu y Yépez en la obra –La titularización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial- señalan que: “Existe una amplia variedad de agentes implicados en los procesos de titularización, si bien, y como se indica en algunos casos de los que se mencionan a continuación, no siempre han de estar presentes los mismos, o bien un agente puede asumir varios papeles en una determinada titularización”⁴⁷

3.1 ORIGINADOR O CONSTITUYENTE

Es la persona natural o jurídica, privada o pública, ya sea nacional o extranjera, o la persona jurídica mixta nacional, que al ser la dueña del activo a titularizarse va a ser la beneficiaria de los fondos que se obtengan de los inversionistas. El originador, por tanto, es quien debe comprometer la propiedad del activo a efectos de posibilitar la emisión de los valores movilizadores (títulos) que serán adquiridos por los inversionistas⁴⁸.

Tratándose de entidades de derecho público la participación como originador deberá darse conforme a los numerales 8 y 9 del artículo 2 de la Ley Orgánica del Sistema Nacional de Contratación Pública⁴⁹ para la participación del Sector Público en el

⁴⁷ CATERINEU, V. E. Y PÉREZ, D. La titularización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial, P. W.

⁴⁸ Peña Ramos, Elsa, Análisis del Proceso de Titularización en El Salvador, Universidad Centroamericana José Cañas, pág., 78.

⁴⁹ Publicada en el Suplemento del Registro Oficial N° 395 de 4 de agosto de 2008

Mercado de Valores y de acuerdo al Reglamento General de la misma ley y en complemento el artículo 142 de la Ley de Mercado de Valores.

La definición del originador se encuentra en el inciso primero del artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores, el cual hace mención a las partes esenciales que deben intervenir en un proceso de titularización.

3.1.1 Funciones del Originador o Constituyente:

- a) El originador da comienzo al proceso de titularización, al celebrar el contrato de fiducia mercantil con la sociedad administradora de fondos y fideicomisos.
- b) El originador es quien debe dar las instrucciones al agente de manejo para que, basándose en ellas, desarrolle el proceso de titularización.
- c) Puede constituirse en el beneficiario del proceso de titularización, sobre todo, si se emitieren títulos de contenido crediticio o mixto.

3.1.2 Prohibiciones del Originador:

- a) No pueden realizar ningún acto de gestión de manera personal, intervención o administración que produzca obligaciones o derechos.
- b) No podrán tomar resoluciones que añadan algún poder a menos que se exprese en la ley o en el contrato siempre que no se interponga a la primera.
- c) No podrán realizar modificaciones al contrato firmado con la fiduciaria.
- d) No podrá formar parte del Comité de Vigilancia

3.2 AGENTE DE MANEJO

Es la persona jurídica debidamente facultada por la Ley de Mercado de Valores, es decir, una sociedad administradora de fondos y fideicomisos, entidad a cargo de la recepción del activo objeto de la titularización y cuya función principal es de servir de vehículo a la emisión.

Del agente de manejo y otros factores como: financieros, legales y de estrategia depende el éxito del proceso de titularización, de ahí la importancia de su profesionalismo, capacitación y experiencia. El agente de manejo es la única persona que no puede ser beneficiaria del proceso.

Su responsabilidad alcanza solamente a la buena administración del proceso, no responderá legalmente por los resultados obtenidos a menos que el proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en sus actuaciones y que haya sido declarado así en sentencia ejecutoriada. El código civil ecuatoriano en su artículo 29 en su inciso quinto define al dolo como “la intención positiva de irrogar injuria a la persona o propiedad de otro”, es decir, cuando existe una maquinación fraudulenta que se ejerce sobre una persona con el objeto de obtener su consentimiento para la celebración de un contrato; y a la culpa en el mismo artículo del mismo cuerpo legal contempla que la culpa es la falta de diligencia o cuidado; sin embargo el agente de manejo sí responderá moralmente por el proceso de titularización en el cual se involucró,

Entre sus múltiples funciones podemos citarlas del artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores:

- a) Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública conforme con las disposiciones de la presente Ley.
- b) Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados.
- c) Actuar como vocero del patrimonio de propósito exclusivo, emisor de los valores, del cual es su representante legal, pues la Ley de Mercado de Valores le concede personería jurídica. Debe mantener los bienes de dicho patrimonio separados de los bienes de su propiedad, llevando contabilidad separada, en consecuencia, no podrá considerar como suyos, ni emplear en sus propios negocios los dineros y más bienes recibidos para el patrimonio autónomo, los que sólo aseguran el contrato de fideicomiso. Puede intervenir con todos los derechos como sujeto procesal, bien sea de manera activa o pasiva, en todo tipo de procesos y actuaciones que deban realizarse para la protección de los bienes que integran el patrimonio autónomo.
- d) Cumplir con las instrucciones impartidas por el originador.

- e) Emitir los valores sobre la base del patrimonio de propósito exclusivo, estos valores emitidos estarán representados por títulos o por anotaciones en cuenta, y también podrán representar uno o más valores⁵⁰.
- f) Conservar, custodiar y administrar los bienes o activos objeto de la titularización
- g) En el caso de titularizarse un proyecto inmobiliario, tiene a su cargo el desarrollo de todo el proyecto, debiendo contratar y vigilar la labor de todas las personas que intervienen en el mismo, así como verificar que se ha alcanzado el punto de equilibrio y concluido en su totalidad la construcción del proyecto.
- h) Obtener las autorizaciones exigidas por la Ley para emitir los títulos.
- i) Inscribir los títulos en el Registro de Mercado de Valores en el caso que la oferta sea pública.
- j) Colocar los valores, sea mediante oferta pública o privada, según hayan sido las instrucciones originales, para lo cual contratará a una Casa de Valores y celebrará u contrato de underwriter.
- k) Es el obligado a obtener y recaudar los beneficios económicos que se obtengan del proceso, incorpora en los valores su obligación y entrega los beneficios a quien tiene derecho a reclamar, iniciando con ello un proceso de circulación, reconociendo los derecho de los inversionistas incorporados en los valores conforme a lo acordado en el contrato de fiducia mercantil
- l) Recaudar el producto de la emisión y transferirlo al beneficiario y cancelar las obligaciones a cargo del patrimonio de propósito exclusivo.

⁵⁰ Ley de Mercado de Valores Art. 148, incisos 1 y 3.

- m) Cumplir con el pago de impuestos, gastos, costos, pasivos y demás gravámenes en que incurra con ocasión del perfeccionamiento, desarrollo y ejecución del contrato de fideicomiso, con cargo al patrimonio autónomo.

3.3 PATRIMONIO DE PROPÓSITO EXCLUSIVO

Se lo conoce también como Patrimonio Autónomo, y según la Ley de Mercado de Valores será siempre el emisor de los valores. Asimismo, según el mismo cuerpo legal, el patrimonio de propósito exclusivo es totalmente independiente, debe estar destinado únicamente a cumplir los objetivos señalados en el contrato de fideicomiso mercantil y tiene personalidad jurídica, por lo tanto no puede confundirse con ningún otro. En un principio este patrimonio se integra con los bienes transferidos por el originador hacia el agente de manejo y posteriormente, con los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren en el desarrollo del proceso de titularización.

Se puede mencionar entre sus funciones las siguientes:

- a) Respalda y garantiza la emisión de los valores objeto de la titularización, por tanto los inversionistas sólo podrán perseguir el cumplimiento de sus derechos en el patrimonio de propósito exclusivo.
- b) Brinda seguridad a los inversionistas pues los bienes que lo integran son la principal garantía del cumplimiento de las obligaciones contraídas. Esta seguridad se acrecienta por el hecho de que el patrimonio de propósito exclusivo no es sujeto de medidas precautelatorias judiciales y está libre de todo gravamen o limitación de dominio.
- c) Constituye la fuente de pago o la base para el cumplimiento de las obligaciones con los inversionistas.

3.4 INVERSIONISTAS

Son las personas naturales o jurídicas, públicas, privadas o mixtas, nacionales o extranjeras, fondos de inversión o fideicomisos mercantiles que adquieren los “valores” resultantes del proceso de titularización y que, en consecuencia, asumen el riesgo de la inversión. Es decir, son aquellos que adquieren los valores producto del proceso de titularización. La Ley de Mercado de Valores en el artículo 74 señala también quienes son los inversionistas institucionales “instituciones del sistema financiero públicas o privadas, a las mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda, a las cooperativas de ahorro y crédito que realicen intermediación financiera con el público, a las compañías de seguros y reaseguros, a las corporaciones de garantía y retrogarantía, a las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos y, a toda otra persona jurídica y entidades que el C.N.V. señale como tal...”

Entre sus funciones se puede mencionar:

- a) Al ser quienes compran los valores, su función e importancia radica en el hecho de que hacen posible la realización y éxito del proceso. Los valores deben ser lo suficientemente atractivos para que sean adquiridos y de ser necesario, puedan negociarse en mercados secundarios.
- b) Con su participación dinamizan el mercado y a la vez incentivan la realización de nuevos procesos.

3.4.1 Atribuciones de los Inversionistas

- a. Recibir, en proporción a sus inversiones, los derechos de contenido crediticio (amortización de capital y pago de intereses) reconocidos en los valores.
- b. Recibir, en proporción a sus inversiones, los activos a ser distribuidos en caso que se decida una redención anticipada.
- c. Comparecer, directamente o mediante apoderado, a las asambleas de inversionistas.
- d. Elegir y ser reelegido como miembro del Comité de Vigilancia

Como obligación de los inversionistas se puede considerar que están obligados a someterse a las disposiciones contenidas en el fideicomiso, reglamento de gestión, y en

la legislación aplicable, incluyendo su obligación de acatar un llamamiento de redención anticipada por parte de la FIDUCIARIA.

3.4.2 Prohibiciones de los Inversionistas

- No evadirán la declaración de la proveniencia de los valores susceptibles del proceso de titularización para el ingreso en el patrimonio de propósito exclusivo.
- No deberá existir ninguna vinculación respecto a la administración o funciones con el agente de manejo:
 - Cónyuge, parientes hasta el cuarto grado de consanguinidad y primero de afinidad.

3.5 COMITÉ DE VIGILANCIA

Este órgano está conformado por tres miembros mínimo, elegidos por los tenedores de los valores movilizadores y no podrán estar relacionados con el agente de manejo. Una de las prohibiciones que establece la ley de Mercado de Valores en su artículo 139 dice que “No podrán ser elegidos como miembros del comité de vigilancia, los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas con el agente de manejo.”

Su función primordial es la de cuidar la correcta ejecución del proceso de titularización y el cumplimiento de todas las condiciones establecidas.

Como funciones que complementan a la señalada en el párrafo anterior se encuentran⁵¹:

- a) Comprobar que el agente de manejo cumpla en relación al respectivo patrimonio de propósito exclusivo, lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores, normas complementarias y su reglamento interno
- b) En caso de considerarlo necesario, puede convocar a Asamblea Extraordinaria de tenedores de los valores movilizadores.

⁵¹ www.dolittle.com; Peña Ramos Elsa, Análisis del Proceso de Titularización en El Salvador, Universidad Centroamericana José Cañas, pág.

- c) Asimismo, cuando en su labor detecte incumplimiento de las normas que rigen el fideicomiso mercantil, informará cualquier observación que existiere sobre el particular y en general sobre el proceso, a la Superintendencia de Compañías.
- d) Deberá informar a la Asamblea de Tenedores de valores sobre su labor y las conclusiones obtenidas.

3.6 CALIFICADORA DE RIESGOS

Es una compañía anónima o de responsabilidad limitada, con el objeto social exclusivo que consiste en evaluar el riesgo de los valores que se pretende emitir en desarrollo del proceso de titularización. Es una entidad especializada en ponderar el riesgo de los valores a negociarse en el mercado de valores.

Su función es muy importante pues, la calificación de riesgo que la calificadora realizará será una pauta y un criterio para que el inversionista decida el participar o no, dentro de un proceso en el mercado ecuatoriano. Adicionalmente, esta calificación es legalmente necesaria, pues, la Ley de Mercado de Valores, Art.151 establece que “todos los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, deberán contar al menos con una calificación de riesgo”

Según la Resolución CNV.008.2001 Criterios Básicos para la Calificación de Valores Provenientes de Procesos de Titularización, publicada en el Registro Oficial No. 374 del 23 de agosto del 2001, la calificadora de riesgo observará en forma general:

- 1) Capacidad de los activos integrados al fideicomiso mercantil, para generar flujos futuros de fondos así como la idoneidad de los mecanismos de garantía
- 2) Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo, en base a la documentación suministrada por el fiduciario, el comitente y a los términos establecidos en el contrato de fideicomiso mercantil.

3) Estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.

Además, la calificadora de riesgo deberá exponer su criterio con relación a los distintos activos que se transfieren en el proceso y en función a la naturaleza de ellos deberá considerar en sus criterios, para bienes inmuebles:

- Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los inmuebles al patrimonio autónomo.
- Cálculo del índice de desviación en la generación de flujos proyectados
- El o los mecanismos de garantía y los avalúos efectuados por peritos independientes

Y para proyectos inmobiliarios:

- o Mecanismos de medición de la factibilidad del proyecto inmobiliario, su calidad técnica, las expectativas del mercado para asimilar el proyecto
- o Análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas
- o El mecanismo de valoración y seguridad de los títulos mixtos o de participación que incorporen derechos o alícuotas porcentuales de participación sobre el patrimonio constituido
- o Garantías, así como los seguros contra riesgos
- o Avalúos efectuados por peritos independientes.

Los valores de titularización que se sometan a la calificación de riesgos dentro de criterios determinados conforme a la Calificadora de Riesgos, Ecuability⁵², legalmente constituida y en actual funcionamiento pueden obtener los siguientes rangos de calificación:

AAA.- Corresponde a una excelente capacidad del patrimonio autónomo para generar los flujos de fondos esperados o proyectados y responder por las obligaciones establecidas en los contratos de fideicomiso mercantil y de emisión.

⁵² Referencia de la Calificadora de Riesgos Ecuability S.A. www.ecuability.com

AA.- Corresponde a una muy alta capacidad del patrimonio autónomo de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y responder por las obligaciones establecidas en los contratos de fideicomiso mercantil y de emisión.

A.- Corresponde a una buena capacidad del patrimonio autónomo de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y responder por las obligaciones establecidas en los contratos de fideicomiso mercantil y de la emisión.

B.- Corresponde al patrimonio autónomo que tiene capacidad para generar los flujos de fondos esperados o proyectados y responder por las obligaciones establecidas en los contratos de fideicomiso mercantil y de emisión.

C.- Corresponde al patrimonio autónomo que tiene una mínima capacidad para generar los flujos de fondos esperados o proyectados y responder por las obligaciones establecidas en los contratos de fideicomiso mercantil y de emisión.

D.- Corresponde al patrimonio autónomo que casi no tiene capacidad para generar los flujos de fondos esperados o proyectados y responder por las obligaciones establecidas en los contratos de fideicomiso mercantil y de emisión.

E.- Corresponde al patrimonio autónomo que no tiene capacidad para generar los flujos de fondos esperados o proyectados y responder por las obligaciones establecidas en los contratos de fideicomiso mercantil y de emisión. Se encuentra en estado de suspensión de pagos o no cuenta con activos suficientes para cubrir sus obligaciones en caso de liquidación.

Las categorías de calificación descritas pueden incluir signos más (+) o menos (-). El signo más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertiría descenso a la categoría inferior.

3.7 AUTORIDADES DE CONTROL

La competencia radica en la Superintendencia de Compañías como ente que vigilará y aprobará el proceso para que se desarrolle y cumpla sus objetivos, inscribiéndose los respectivos valores emitidos en el Registro de Mercado de Valores para el supuesto que la oferta sea pública, requiriendo en este caso, además, acudir a la Bolsa de Valores cumplir con toda la normalidad expedida tanto por la Superintendencia de Compañías como por el Consejo de Valores

La función principal de la Superintendencia de Compañías es la de ejercer el control y vigilancia sobre las entidades que participan en el mercado de valores, siendo el filtro por donde pasan todas las solicitudes y ofertas públicas antes de ir al mercado. Dentro de la Superintendencia de Compañías existe el Departamento o Dirección el Registro de Mercado de Valores, encargada directa de receptor la información pública respecto de emisores, valores y demás instituciones reguladas por la Ley de Mercado de Valores.

Adicionalmente, la Superintendencia cumple las siguientes funciones:

- a) Autorizar la inscripción de los valores y emisores en el Registro de Mercado de Valores.
- b) Autorizar la oferta pública de valores
- c) Controlar y vigilar las operaciones de titularización
- d) Aprobar o negar motivadamente, todo el proceso de emisión de valores resultantes de un proceso de titularización.
- e) Mediante fundamento aprobar o negar, el contenido del prospecto de oferta pública, preparado por el agente de manejo.

- f) Solicitar a los agentes de manejo periódicamente, informes sobre el desenvolvimiento de los patrimonios de propósito exclusivo administrados por ellos.

El otro organismo con autoridad es el Consejo Nacional de Valores que es el rector de valores que establece su política general, dictando las normas y regulaciones mediante acuerdos y resoluciones para su funcionamiento como lo indica la Ley de Mercado de Valores en el Título II denominado Del Consejo Nacional de Valores, art. 5 y siguientes.

3.8 BOLSA DE VALORES

Según los que señala la Ley de Mercado de Valores en su Título X, Art. 44 y siguientes las funciones de la Bolsa de valores son:

- a) Regular los procesos de titularización, su oferta pública, así como la información que debe provenir de éstos para la difusión al público. (artículo 9 numeral 11 de la Ley de Mercado de Valores)
- b) Determina la forma y periodicidad en que debe presentarse la información sobre el patrimonio de propósito exclusivo con cargo al cual se emiten los valores

Sus funciones pueden resumirse en:

- a) Brindar los servicios, mecanismos, y en general la infraestructura necesaria para la negociación de valores.
- b) Constituye un agente que influye directamente en el mercado de capitales, pues a través de ella se mueve tanto el mercado primario como el secundario que da vida comercial a los títulos (market-maker o promotor de mercado)

Mauricio Larrea Andrade, en su obra Régimen Jurídico de la Titularización dice que las Bolsas de Valores son entidades organizadas como corporaciones civiles sin fines de lucro autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías que

tienen como sus miembros a las casas de valores que hubieren cumplido con los requisitos de admisión y que tienen como objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores (...).

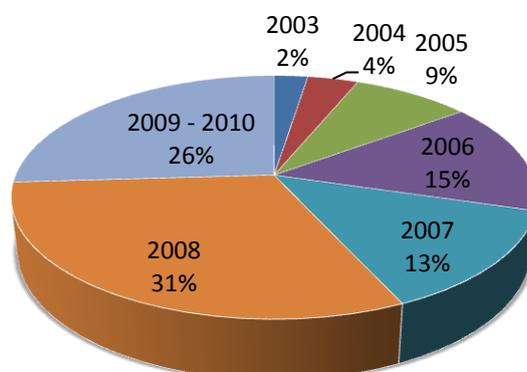
Las bolsas de valores son los entes llamados a fomentar el desarrollo del mercado de valores, a través de un mercado integrado, informado, seguro, competitivo y transparente. Por medio de las ruedas de bolsa, los operadores de valores en representación de sus casas de valores, realizan transacciones de valores inscritos en la bolsa. El máximo órgano de gobierno de las bolsas de valores es la asamblea general integrada por todos sus miembros, quienes eligen a un Directorio. Al directorio le corresponde coadyuvar al desarrollo del mercado bursátil, fijar las políticas institucionales, expedir las normas de autorregulación, velar por el cumplimiento de la ley, de las normas complementarias y de autorregulación, así como controlar y sancionar a sus miembros.

Las obligaciones de la Bolsa de Valores están recogidas y detalladas en el Art. 48 de la Ley de Mercado de Valores

3.8.1 Datos Estadísticos y Entrevista a funcionario de la Bolsa de Valores

Actualmente la Bolsa de Valores mantiene un número considerado de inscripciones de procesos de titularización. Según Diego Araujo del Departamento del Centro de Información de la Bolsa de Valores de Quito, no se ha alcanzado las estimaciones previstas en los últimos siete años, pero se espera que paulatinamente alcance las metas deseadas por la Bolsa de Valores. Así por ejemplo, en el año 2003, se llevó a cabo dos procesos de titularización: la primera de una institución financiera privada y, la segunda, de un fideicomiso mercantil privado. En el año 2005 hay un crecimiento considerable de inscripción de procesos de titularización en le Bolsa de Valores, en comparación a los períodos anteriores; el hecho es que las instituciones financieras que ya han realizado procesos de titularización están realizándolo por segunda o tercera vez como es el caso de Banco Amazonas, Unibanco entre otros. En el 2009, se están desarrollando 23 procesos de titularización y mayormente recae en carteras hipotecarias.

Incremento Porcentual de Procesos de Titularización 2003 -2009



Fuente: Para la elaboración de este gráfico la información fue tomada de la Bolsa de Valores de Quito

Diego Araujo sostiene que el incremento actual de procesos de titularización se debe a las reformas que se han realizado en la Ley de Mercado de Valores y que en estos últimos años ya se adaptan a las necesidades de la empresa.

Dentro del cuadro estadístico de los procesos de titularización desde el 2003 al 2009, se denota que el común denominador recae en dos objetos: el primero, de estructurar mecanismos recurrentes que movilicen los recursos de largo plazo para la actividad de financiamiento de vivienda a largo plazo; y el segundo, el de adquirir créditos hipotecarios⁵³.

⁵³ Bolsa de Valores de Quito, www.ccbvq.com

CAPITULO IV

DE LAS VENTAJAS DE LA TITULARIZACIÓN

La Titularización ha sido y es un mecanismo que promueve e impulsa el desarrollo de los mercados de capitales, ya que se constituye en una alternativa de financiamiento de los sectores productivos a través de la venta de los activos no líquidos. Son múltiples las ventajas de la titularización, por lo que una enumeración taxativa se quedaría corta en mencionar todos los beneficios que trae consigo la titularización. A efectos prácticos me permito enumerar algunas de las ventajas de la titularización.

4.1 VENTAJAS PARA EL MERCADO

1. Pone a disposición del mercado nuevos títulos valores (valores de participación, de contenido crediticios, mixtos); ampliando de esa manera el espectro de valores en el mercado de capitales.
2. Estimula el desarrollo del Mercado de Valores, no sólo por la colocación de valores en sí, sino porque estimula la participación de todos los agentes y partícipes del mercado como son, las empresas, la entidades de control y supervisión, las bolsas de valores, las casas de valores, las calificadoras de riesgos, los inversionistas institucionales, los depósitos centralizados de valores.
3. Se constituye en una nueva forma de financiamiento para las empresas.
4. Da liquidez a una obligación que no era transable o era ilíquida en el mercado secundario, ya que es el nuevo valor emitido el que se transa y no la cartera de créditos que lo respalda.

4.2 VENTAJAS PARA EL ORIGINADOR O CONSTITUYENTE

Dentro de este tema se revisará la importancia que tiene para el tenedor de los inmuebles el poder titularizarlo y los beneficios que le pueden reportar al propietario la conversión de sus inmuebles en títulos.

Es importante recordar que la titularización adquiere su dinamismo al permitir separar, en la propiedad de los inmuebles, el ser del ejercer⁵⁴. En otras palabras, lograr que el hecho de ser propietario y el hecho de ejercer la propiedad prácticamente se separen en dos funciones, enriqueciendo en esa forma al inmueble titularizado.

Uno de los grandes problemas que afronta el propietario de un inmueble, es que la inversión inmobiliaria puede convertirse en una pesada carga desde el punto de vista financiero. Para una empresa o un particular, tener y poseer los inmuebles puede muchas veces desequilibrar el objeto social de su labor como empresario, al obligarlo a mantener inversiones inmobiliarias de muy alto valor, que no corresponden al desarrollo de la función u objeto social de la empresa.

Una Fiduciaria puede ser propietaria de un inmueble pero sin ejercer sus derechos como tal, porque la Fiduciaria sí está en capacidad de recibir la propiedad de los inmuebles sin ejercer el derecho que le otorgue la propiedad. Bajo este criterio se trasladan a la Fiduciaria los inmuebles para que ella los convierta en Títulos Valores y se recupere así el dinero invertido, pero restringiendo el ejercicio de la propiedad, ya que la “Fiduciaria es en realidad un propietario imperfecto.”⁵⁵

“Ya el derecho romano había creado esta figura del fiduciario, con el fin de que ejerciera el derecho de propiedad cuando el propietario real no podía o no estaba en condiciones de ejercerlo directamente. Tal era el caso, por ejemplo, de los esclavos, quienes por no ser ciudadanos romanos, no gozaban del derecho de propiedad, o

⁵⁴ Ortiz García, Pablo, *El Mercado de Valores*, Revista Ruptura, revista anual de la Asociación de la Escuela de Derecho de la PUCE, No. 45, 2005 pág. 14

⁵⁵ Díaz Ardila, Gabriel, op. Cit., p. 79

también de los soldados, que siendo ciudadanos romanos, no podían ejercerlo por estar en la guerra.”⁵⁶

La Fiduciaria (sociedad administradora de fondos y fideicomisos) es entonces el único propietario a quien se le pueden dar instrucciones sobre el ejercicio restringido de su derecho de propiedad, y esto hace que se divida el ser y el ejercer de dicha propiedad, mientras que la Fiduciaria es la propietaria del inmueble, la empresa sigue “ejerciendo” su derecho sobre el mismo. Es posible entonces trasladar a la Fiduciaria los inmuebles de una empresa, ordenándole que el único arrendatario sea la empresa misma, que los podrá manejar en la forma que estime más conveniente. Porque, al convertir los inmuebles en Títulos, éstos pueden ser vendidos a diversos compradores, quienes buscan usufructuarlos mediante los cánones de arrendamiento y la valorización, mientras que la empresa podrán continuar con el uso exclusivo de los mismos.

El inversionista comprará los títulos, más no el inmueble, porque mientras los títulos le permiten el usufructo completo, mediante la renta y la valorización, no ejerce de hecho la propiedad sobre el inmueble, ya que ésta es ejercida en realidad por el arrendatario. Esto, además, evita los conflictos que puedan presentarse entre el propietario o arrendatario y el arrendador.

El binomio propietario-arrendatario, se convierte en una terna: arrendatario-fiduciario-comprador de los títulos, de modo que el primero ejerce la propiedad, el segundo es el propietario real y el tercero recibe el usufructo del inmueble. En esta forma las compañías pueden liberar su inversión en inmuebles y recuperar el capital que tenían congelado en ella, pero continuando como usuarios del inmueble.

De aquí nace el gran beneficio para el propietario originador al titularizar sus inmuebles, los convierte en liquidez, es decir, mientras que antes sólo servían para garantizar posibles créditos, ahora se han convertido en flujo de caja.

⁵⁶ *Ibíd.*, p. 79

También resulta atractivo para el propietario de inmuebles el titularizarlos, porque muchas veces esos activos inmobiliarios aparecen en los balances por valores muy bajos. Al titularizarlos cambia el balance, pasando a ser un título valor. Esos títulos valores le permite al propietario ponerlos en el mercado de manera progresiva, los que puede avaluarlos y mejorar el estado de su balance.

Esta posibilidad de liberar los activos inmobiliarios y convertirlos en posible flujo de caja y en capital de trabajo, se convierte para la mayoría de las entidades en una gran oportunidad. Aunque no se proceda a vender inmediatamente los títulos, sino que se los mantenga como posible liquidez, resulta una buena estrategia tener el bien en caja sin incrementar el endeudamiento. Por lo general, las entidades sólo utilizan inmuebles como garantía para aumentar su capacidad de endeudarse, con el limitante de altas tasas de interés y de intermediación. Dados los riesgos que supone el endeudamiento, resulta mucho más sano y más seguro convertir el bien inmueble en títulos inmobiliarios, para así lograr la agilidad de poderlos vender o comprar, sacándolos al mercado cuando se estime conveniente.

Otra ventaja es la titularización como instrumento para que entidades financieras , que han recibido inmuebles en dación de pago, pudieran convertirlos en flujo de caja o en dinero en efectivo, así tuvieran que emitir títulos de renta fija para hacerlos atractivos.

“Para que un objeto pueda entrar adecuadamente en el sistema de titularización, debe estudiarse primero el objeto mismo, luego el sujeto y por último el mercado”⁵⁷.

En general como ventajas de la titularización⁵⁸ para el originador podemos mencionar los siguientes:

- a) Los costos del proceso los comparte con el inversionista.

⁵⁷ *Ibíd*em, p.86

⁵⁸ Villatoro Martínez, Patricia, Financiamiento de Proyectos de Infraestructura Pública para el Desarrollo Económico a través de la Titularización de Activos en la República del Salvador, Universidad Centroamericana José Cañas, 2008, pág. 97-98; Campos, Erick, Evaluando Riesgos, Titularización: Beneficios, Riesgos y Calificación, www.capitales.com; Muci Facchin, Gustavo, Algunos Aspectos Legales de la Titularización de Créditos Bancarios, www.deloite.com.

- b) Puede mantener sus derechos sobre el activo titularizado, según sean las instrucciones que dé al agente de manejo.
- c) Cambia la composición de su balance general al vender sus activos o reclasificar cuentas directas o contingentes debido a que obtiene liquidez para realizar nuevas operaciones.
- d) Sólo se obliga al saneamiento del bien transferido al patrimonio de propósito exclusivo. El riesgo de flujo futuro, sobre todo para el caso de proyectos inmobiliarios, le corresponden al agente de manejo.
- e) Constituye una nueva fuente de obtención de ingresos a mayor plazo, aumentando su capacidad financiera.
- f) Le permite obtener ingresos sin adquirir endeudamiento, obteniendo recursos frescos a un costo adecuado a sus intereses, transformando los activos de baja rotación en títulos negociables en el mercado de valores. Los recursos obtenidos los puede destinar al desarrollo del objeto social, maximizando así la utilización de capital, reducción del nivel de endeudamiento, reducción del nivel de activos improductivos y explotación de otras líneas más rentables para el negocio.
- g) Le faculta a racionalizar los costos, pues la titularización permite aislar un cierto grupo de activos, del riesgo general. La racionalización de costos se da porque se logra la creación de instrumentos bursátiles con niveles de riesgo inferiores a los que podría ofrecer el originador a través de una emisión directa, debido a la selección y aislamiento de los activos a través del patrimonio autónomo.
- h) Le permite separar el ser propietario y derecho a ejercer la propiedad, el inmueble se divide y se ejerce a la vez dos funciones para dos partes, enriqueciendo así al inmueble titularizado.

- i) Al tratarse de titularización de un activo inmobiliario, facilita su venta, pues se lo fracciona en pequeñas partes, haciéndolas líquidas.

- j) Tratándose de proyectos inmobiliarios, a más de las ventajas anteriores, permite al originador obtener los recursos necesarios para el desarrollo del mismo a un costo menor, con condiciones de financiamiento más adecuadas en términos de costos y plazos, vendiendo el proyecto aun antes de iniciarlo, siendo en ocasiones esta la única opción para hacerlo realidad.

4.3 VENTAJAS PARA EL AGENTE DE MANEJO

El agente de manejo como se ha dicho a lo largo del presente trabajo es una sociedad administradora de fondos y fideicomisos. Al ampliarse las posibilidades de inversión, el mercado se abre a una competencia, lo cual redundará en un innegable beneficio para todas las entidades.

Como de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores los únicos que pueden actuar como agentes de manejo en estos procesos son las administradoras de fondos y fideicomisos, esto llevará a que se conviertan en entidades altamente especializadas dentro de este campo.

Naturalmente, como consecuencia de lo anterior, se impulsará su profesionalismo y obligará a las mismas a lograr un alto grado de tecnificación pues el inversionista buscará al agente de manejo que hacia el propio originador.

La ley de Mercado de Valores asigna obligaciones de medio y no de resultado, pues no garantiza que las finalidades y objetivos pretendidos por el originador se cumplan a cabalidad. Sin embargo responderá hasta por culpa leve en el desempeño de su gestión.

4.4 VENTAJAS PARA EL INVERSIONISTA

En el mercado de la titularización uno de los factores más importantes es el comprador de los títulos, pues si para él no existe un beneficio claro, no habrá compradores interesados en ellos. Por lo tanto, cuando se está estructurado el modelo de titularización, resulta indispensable evaluar con claridad si el título que se va a producir resulta atractivo para el inversionista.

De acuerdo a Gabriel Díaz en su obra citada en el presente trabajo, cuando las tasas de interés suben, es posible que los títulos de renta variable tiendan a volverse menos atractivos, ya que la valorización de los inmuebles y su movimiento en el mercado tienden a desacelerarse. Sin embargo, a medida que las tasas de interés bajan, los inmuebles tienden a valorizarse, aumentando así el atractivo de estos títulos. Asimismo señala el autor que es muy importante que la sensación que el inversionista tenga sobre el título de renta variable, sea el de una participación alícuota en el inmueble mismo.

Continúa el autor señalando que la relación inversa entre los títulos de renta variable y las tasas de interés, los ha convertido en muchos países en aliados estratégicos para los grandes portafolios de inversiones. Esa relación neutraliza los efectos negativos que tienen los descensos en las tasas sobre los títulos de renta fija. Por esto se recomienda que los portafolios de largo plazo, mantengan siempre una cantidad importante de títulos inmobiliarios de renta variable, para evitar los problemas que se presentan cuando bajan las tasas de interés.

Ha existido siempre un marcado interés por parte de los inversionistas, sobre todo de personas naturales, por adquirir inmuebles. Las personas experimentan una gran seguridad cuando son propietarias de un inmueble de alta rentabilidad y alta valorización. Esto hace que los títulos orientados hacia el mercado de personas naturales y que buscan atraer a inversionistas particulares, presenten un mayor atractivo cuando son de renta variable, es decir, cuando el inversionista tiene participación directa en el inmueble. En cambio, cuando los títulos están dirigidos a mercados de inversionistas institucionales y de corto plazo, para este caso, resultan más atractivos los de renta mixta o renta fija.

De acuerdo con lo señalado por Gabriel Díaz, se debe estudiar además con detenimientos los volúmenes de titularización que se emiten, puesto que si el título sale con un volumen muy grande, resulta preferible buscar mercados más institucionales y bursátiles, mientras que los volúmenes pequeños se defienden mejor en mercados naturales y personales.

De todas maneras, el gran beneficio para el comprador del título proviene de la renta que ésta le ofrezca. Si se trata de renta fija, básicamente el beneficio dependerá de que esa renta resulte aceptable dentro de las tasas de mercado vigentes.

Por otro lado, aunque la renta tiene un peso menor en este caso, sin embargo la figura del arrendatario y la seguridad que le otorga al comprador del título son de vital importancia para la presentación de este en el mercado. El inversionista siente más seguridad ante un buen arrendatario, que muy posiblemente escogió a su vez un buen inmueble, que ante un inmueble que él estima como bueno, pero que cuenta con un mal arrendatario.

Lo que debe analizarse principalmente es en que se tiene invertido el dinero, en el caso de títulos inmobiliarios naturalmente es en inmuebles, que históricamente han resultado ser más sólidos que las inversiones en monedas duras. Por lo tanto la inversión en títulos inmobiliarios es una inversión con la más alta calidad, seguridad y rentabilidad que pueda esperar un inversionista, y esto es lo que efectivamente la hace atractiva.

Además, en el caso de los títulos inmobiliarios, el inversionista encuentra que el arrendatario del inmueble le representa una gran fortaleza. Porque así como en un inmueble ordinario el arrendatario puede convertirse en una debilidad, al disminuirle la posibilidad de venta, en la titularización suele ser al contrario. Un arrendamiento seguro y sólido le incrementa al título su valor y su liquidez, ya que los compradores de títulos no buscan el inmueble como tal, sino la renta, que proviene del arrendamiento y de la valorización. O, en el caso de los títulos de renta fija, de la tasa de interés fijada.

En resumen se puede concretar en puntos generales que son ventajosos para los inversionistas:

- a. Le proporciona un nuevo instrumento financiero, con mayor, rentabilidad y mayor diversificación para sus portafolios de inversionistas.
- b. Simplifica la evaluación del riesgo, ya que el inversionista puede elegir según la calificación de riesgo del título, con retornos en función de la calidad de títulos y los activos titularizados.
- c. Le permite reducir si riesgo de descalce por plazos y tasa, tanto activo como de pasivos.

Para finalizar, la titularización es un mecanismo clave en el proceso de desintermediación bancaria y en la obtención de financiamiento de mediano y largo plazo.

4.5 PUNTOS PARA MEDIAR EN LA TITULARIZACIÓN

Como lo he mencionado algunas veces dentro de este trabajo, la titularización de activos es un mecanismo innovador en el Ecuador, sin embargo, el inicio de este proceso puede parecer un camino muy largo para su concertación ya que debe realizarse y cumplirse un cúmulo de procedimientos para ejecutar una emisión de títulos, esto debido a los diferentes elementos y etapas que intervienen en ella para obtener una titularización exitosa.

El procedimiento para realizar la titularización de activos se contrapone a los de la banca tradicional que son conocidos y aplicados por la mayoría de los interesados/inversionistas pero no siempre satisfacen el deseo ni el objetivo que se quiere alcanzar así, en la búsqueda de nuevos mecanismos para obtener la liquidez de activos no fraccionables se puede aplicar la titularización para alcanzar aquellos objetivos propuestos.

4.6 CASOS PRÁCTICOS DE TITULARIZACIÓN EN EL ECUADOR Y LATINOAMÉRICA.

Para este subtema se ha seleccionado procesos de titularización tanto en Ecuador como en Latinoamérica, específicamente, en El Salvador. En Ecuador se seleccionó el proceso de titularización que realizó el Banco Amazonas ya que interviene como originador una institución financiera demostrando el alcance que ha tenido la promoción y ejecución del proceso de titularización hacia estas entidades, y en El Salvador se seleccionó una Holding, un grupo estructurado y compuesto de varias clases de sociedades mercantiles, la cual llevó a cabo el primer proceso de titularización en Centroamérica acogiendo los países de Nicaragua y Honduras y que actualmente sirve de base para los proyectos que desean llevar a cabo en las instituciones públicas, de manera que el resultado alcanzó los objetivos planteado y más.

4.6.1 Caso: Banco Amazonas (Segunda Titularización de la Cartera Automotriz Amazonas) – Ecuador

El Banco Amanzonas es uno de los pioneros en poner en práctica el mecanismo de la titularización desde el 2004, hasta el momento ha realizado tres titularizaciones y la que presento a continuación es la segunda de una cartera automotriz. Para este caso práctico el Banco Amazonas es el originador.

Una descripción general de la estructura de titularización es que el originador transfiere la cartera al fideicomiso. Por su parte. El agente de manejo, con cargo al fideicomiso, emite valores en tres tramos, que se colocan entre inversionistas a través de las bolsas de valores del Ecuador. El producto de la colocación se entrega al originador. Los deudores seleccionados cancelan al administrador de cartera los dividendos de sus respectivos créditos de consumo automotriz. Tales recursos son entregados por el Administrador de la cartera al fideicomiso, a fin de que la fiduciaria los destine, por cuenta del fideicomiso, a honrar los pasivos con inversionistas de los tramos respectivos.

A través del fideicomiso mercantil denominado “Segunda Titularización Cartera Automotriz-Amazonas” el cual se constituyó mediante el Contrato de Fideicomiso Mercantil irrevocable para efectos de una titularización de cartera automotriz, según Escritura Pública otorgada el 26 de noviembre del 2004 en la Notario Vigésimo Noveno⁵⁹, suscrito entre el Originador, Banco Amazonas S.A. y FIDUCIA S.A. Administradora de Fondos y de Fideicomisos en calidad de Fiduciario y Agente de Manejo.

El fideicomiso tiene por finalidad implementar un proceso de titularización basado en la cartera a ser transferida por el originador al fideicomiso, estando tal cartera destinada exclusivamente al cumplimiento del objeto del fideicomiso y de la titularización.

La titularización emitió valores por un monto de hasta US\$ 25´000.000,00 (Veinticinco millones de dólares de los Estados Unidos de América). Dicha titularización se dividió en varios tramos, cuyos montos fueron oportunamente definidos por el originador.

Será facultad del originador determinar si se emiten uno o más tramos, a cuyo efecto, de manera previa a la emisión de valores de un tramo determinado, deberán cumplirse las siguientes condiciones:

1. Que el originador haya transferido al fideicomiso, cartera que cubra íntegramente el monto titularizado y el monto sobrecolateral;
2. Que el originador y la fiduciaria hayan suscrito, mediante escritura pública, el formato incluyendo las especificaciones que corresponda;
3. Que se haya obtenido la correspondiente calificación de riesgo del tramo a emitir, la cual deberá ser informada al público en general, así como también se la hará constar en el título representativo de los valores de ese tramo;
4. Que se hayan inscrito los valores del respectivo tramo a emitir en el Registro del Mercado de Valores y en una de las Bolsas de Valores.

Los valores de cada tramo diferirán entre sí, únicamente en cuanto a la fecha de emisión, al plazo y a la tasa de interés fija, las cuales serán definidas de mutuo acuerdo entre el originador y la fiduciaria, lo que quedará recogido en el formato con las especificaciones que corresponda.

⁵⁹ La escritura se formalizó ante el Notario Vigésimo Noveno, Dr. Rodrigo Salgado Valdez

El o los tramos podrán emitirse dentro de los ciento ochenta (180) días hábiles contados a partir de la fecha de la autorización de esta titularización por parte de la Superintendencia de Compañías, pudiendo hacérselo con posterioridad, siempre que se haya obtenido de parte de la Superintendencia de Compañías, la prórroga correspondiente al plazo para la oferta pública de los valores.

La posible existencia de varios tramos comportará la creación de tantas subcuentas dentro del fideicomiso, cuantos tramos se emitan; en tal sentido, a manera de ejemplo, aplicable a todos los tramos, en la primera subcuenta, correspondiente al primer tramo, se registrará dentro de sí, rubros cómo:

- a) La cartera que respaldará la emisión de valores,
- b) Los flujos que genere la cartera correspondiente;
- c) Los valores emitidos con cargo;
- d) Los pasivos con inversionistas que hayan adquirido valores emitidos;
- e) Los pasivos con terceros distintos a los inversionistas;
- f) Las coberturas de cartera;
- g) La cuenta de reserva; y,
- h) El fondo rotativo.

De la misma manera se procederá con los siguientes tramos, los cuales comportarán la creación de las correspondientes subcuentas.

En virtud de lo anterior, la fiduciaria, como representante legal del fideicomiso, cumplirá con las instrucciones que se describen en el contrato de fideicomiso.

El fideicomiso estará vigente hasta cuando se produzca una o varias de las causales de terminación e iniciará el proceso de liquidación.

4.6.1.1 Derechos y Obligaciones del Originador⁶⁰

4.6.1.1.1 Derechos

Recibir en restitución: (i) la cartera y las coberturas de la carteras remanentes en el fideicomiso, (ii) los recursos dinerarios remanentes en el fideicomiso, y (iii) cualquier otro bien remanente en el fideicomiso.

- a) Efectuar canjes por prepago en exceso del porcentaje.
- b) Los demás derechos establecidos a su favor en el fideicomiso.

4.6.1.1.2 Obligaciones

1. Transferir al fideicomiso la cartera y ceder al fideicomiso las coberturas de la cartera.
2. Efectuar canjes de cartera correspondientes a los canjes por prepago en los casos, términos y condiciones señalados en el fideicomiso.
3. Brindar cabal y oportunamente los servicios de administrador de cartera en los términos y condiciones estipulados en el contrato que al efecto se suscribirá entre el originador y el fideicomiso, representado por la fiduciaria.
4. Proveer a la fiduciaria y al fideicomiso de toda documentación e información adicional que, a solo criterio de la fiduciaria, sea necesaria a efectos de cumplir con el objeto del fideicomiso.
5. En caso que los recursos del fideicomiso fueren insuficientes, asumir y cancelar aquellas obligaciones definidas como pasivos con terceros.
6. Mantener, asumir y cubrir todas las obligaciones que le pudieran corresponder en virtud del o de los contratos de fideicomiso mercantil de garantía constituidos como medio de respaldo de la cartera.

⁶⁰ Como lo señala la Ley de Mercado de Valores en el inciso primero del artículo 139

4.6.1.2 Derechos y Obligaciones de los Inversionistas⁶¹

4.6.1.2.1 Derechos

Recibir, en proporción a sus respectivas inversiones, los derechos de contenido crediticio (amortización de capital y pago de intereses) reconocidos en los valores.

1. Comparecer, directamente o mediante apoderado, a las asambleas.
2. Elegir y ser elegido como miembro del comité de vigilancia.

4.6.1.2.2 Obligaciones

Los inversionistas están obligados a someterse a las disposiciones contenidas en el fideicomiso, en el reglamento de gestión, y en la legislación aplicable, incluyendo su obligación de acatar un llamamiento de redención anticipada por parte de la fiduciaria.

4.6.1.3 Derechos y Obligaciones del Agente de Manejo⁶²

4.6.1.3.1 Derechos

- Cobrar los honorarios que le correspondan por la constitución y administración del fideicomiso.
- Los demás derechos establecidos a su favor en el fideicomiso, en el reglamento de gestión, y en la legislación aplicable.

4.6.1.3.2 Obligaciones

1. Administrar prudente y diligentemente los bienes fideicomitados así como aquellos que se incorporen a futuro al patrimonio autónomo del fideicomiso.
2. La fiduciaria no garantiza al originador ni a los inversionistas, la consecución del objeto o de la finalidad pretendida a través de la titularización.
3. Ejecutar los mecanismos de garantía y declarar la redención anticipada, en los casos, términos y condiciones estipulados en el fideicomiso.
4. Actuar como representante legal del fideicomiso en los términos y condiciones del contrato.
5. Exigir al originador y a los inversionistas el cumplimiento de sus obligaciones,

⁶¹ LMV inciso sexto del Art. 139

⁶² LMV inciso segundo y literales continuos del art. 139

6. Mantener los bienes que integran el patrimonio autónomo del fideicomiso, separados de los demás bienes de la fiduciaria y de los otros negocios fiduciarios respecto de los cuales actúa como fiduciaria.
7. Cancelar, con los recursos del fondo rotativo o aquellos que sean provistos por el originador, todos los pasivos con terceros distintos de los inversionistas. En caso que los recursos del fideicomiso fueren insuficientes, los pasivos con terceros distintos de los inversionistas serán asumidos y cancelados por el originador.
8. Restituir al originador (en el fideicomiso): (i) la cartera y las coberturas de las carteras remanentes, (ii) los recursos dinerarios remanentes, y (iii) cualquier otro bien remanente.
9. Llevar la contabilidad.
10. Cumplir con los requisitos y obligaciones establecidas en la normativa legal y reglamentaria aplicable para procesos de titularización.

La fiduciaria no podrá establecer gravámenes ni limitaciones al dominio sobre la cartera titularizada ni sobre los flujos, así como tampoco sobre los demás bienes que integren el fideicomiso.

Esta titularización, entre otros aspectos, tiene por objeto que el originador sea el beneficiario del producto neto de la colocación de los valores, conforme consta de los términos y condiciones del fideicomiso. Con tales recursos el originador logrará una fuente alterna de financiamiento para la ampliación de las operaciones propias de su giro ordinario, con un costo financiero razonable.

El agente de manejo es la Fiducia S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles la que se constituyó mediante escritura pública otorgada el 20 de marzo de 1987 ante la Notaria Segunda del cantón Quito⁶³, inscrita ante el Registro Mercantil del mismo cantón el 19 de junio de 1987, bajo la denominación social de Corporación Bursátil S.A. Fiducia, cambiando ésta a su denominación actual mediante escritura pública otorgada el 23 de junio de 1995 ante la Notaria Segunda del cantón Quito, Dra.

⁶³ Escritura formalizada ante la Dra. Ximena Moreno de Solines, Notaria Segunda.

Ximena Moreno de Solines, inscrita ante el Registro Mercantil del mismo cantón el 21 de septiembre de 1995. Fiducia S.A. tiene un plazo de duración de 50 años.

La estructura organizacional y administrativa de la Fiducia se encuentra con los detalles que señala la ley de mercado de valores en cuanto a la publicación del prospecto en donde debe constar la estructura de la fiducia que participará en el proceso; los requisitos que señala la ley es para que el inversionista tenga conocimiento del órgano regular a seguir en caso de inquietudes, si estas las hubiere, la estructura se demuestra en el siguiente cuadro:



El reglamento de gestión, emitido por la fiduciaria en Noviembre 26 de 2004, incluye y trata sobre los siguientes aspectos: glosario de términos, información general de la fiduciaria; información general del fideicomiso; duración del fideicomiso; pago de pasivos con terceros distintos de los inversionistas; honorarios de la fiduciaria; valoración de los valores; políticas de emisión de valores, de recaudación de flujos, de canjes por Prepagos, inversiones, de distribución de beneficios, de recaudación de

cartera en mora, de pagos, de cruce de información; manejo de información y rendición de cuentas; sustitución de la fiduciaria; terminación, liquidación y auditoría externa del fideicomiso; régimen aplicable para la obtención de flujos, sistema de colocación de valores; forma de determinación de flujos futuros; redención anticipada de los valores; y, calificación de riesgos.

4.6.1.4 Mecanismos de Garantía

Los mecanismos de garantía que adoptaron para este proceso de titularización fueron la sobrecolateralización y la cuenta de reserva.

4.6.1.4.1 Sobrecolateralización

Es el primero de los mecanismos de garantía de la titularización. Es la relación entre el capital nominal de los créditos cedidos contra el valor nominal de los títulos a emitir y conjuntamente con la estructura de pago sirve para absorber las pérdidas que pudiera tener la cartera de créditos del fideicomiso y constituye una de las principales mejoras crediticias que poseen los títulos.

Para efectos de la constitución de la sobrecolateralización en cada tramo, el originador asignará cartera que corresponderá al monto sobrecolateral. A la fecha de emisión, la suma de la sobrecolateralización permitirá que el índice de siniestralidad tenga una cobertura mínima de siete (7) veces. Si durante la vigencia de los valores del tramo correspondiente, ha tenido que acudir a la cartera de la sobrecolateralización o a los flujos generados por dicha cartera del monto sobrecolateral, que a ese momento sean de propiedad del fideicomiso, éstos no serán repuestos por el originador.

4.6.1.4.2 Cuenta de Reserva

Es el segundo de los mecanismos de garantía de la titularización y consiste en un fondo de liquidez que tiene como objetivo respaldar a los inversionistas de un tramo determinado, a prorrata de su participación, cuando el fideicomiso enfrente eventuales insuficiencias en la recaudación de flujos del tramo correspondiente.

Si llegada la fecha en que deban efectuarse pagos a los inversionistas de un tramo determinado, no han ingresado al fideicomiso suficientes flujos de cartera titularizada y de cartera sobrecolateral del tramo respectivo, que permitan cumplir con tales pagos, la fiduciaria podrá tomar los recursos necesarios, hasta donde la cuenta de reserva del tramo correspondiente lo permita, a fin de honrar, al máximo posible, los pasivos con inversionistas de ese tramo, a prorrata de su participación.

La cuenta de reversa registrará en recursos líquidos y como mínimo, la suma agregada de capital e intereses de un dividendo de todos los valores del tramo correspondiente.

Respecto a los aspectos tributarios del fideicomiso, éste debía cumplir con las obligaciones tributarias que le sean aplicables, conforme la legislación vigente, incluyendo las retenciones de impuestos a que hubiere lugar. No obstante lo anterior, si las disposiciones legales o reglamentarias, o las disposiciones o pronunciamientos de la administración tributaria permiten que, alternativamente, no sea el fideicomiso el que liquide y pague el impuesto a la renta, sino por el contrario que el fideicomiso distribuya los beneficios al originador, y que sea éste último quien declare y pague el impuesto a la renta si tales ingresos le representan renta, el fideicomiso y el beneficiario se acogen a esa posible alternativa.

Dentro del contrato de fideicomiso mercantil se establecieron las causales por las cuales se cumpliría la terminación del mencionado contrato las cuales fueron:

- 1) Si el originador no ha provisto: (i) al fideicomiso de los recursos necesarios a efectos de gestionar la obtención de información y documentación necesarias para el lanzamiento de la titularización, o (ii) a la fiduciaria de la información y documentación necesarias para el lanzamiento de la titularización.
- 2) Si se ha cumplido plenamente con el objeto del fideicomiso.
- 3) Por sentencia ejecutoriada o laudo arbitral que ordene la terminación del fideicomiso.

- 4) Por mutuo acuerdo: (i) entre la fiduciaria y el originador, hasta antes de la colocación de los valores; y (ii) entre la fiduciaria, el originador y la totalidad de los inversionistas, desde la colocación de los valores.
- 5) Por las demás causales establecidas en la legislación aplicable.

El procedimiento aplicado para la colocación de los valores fue a través de las casas de valores ecuatorianas para las Bolsas de Valores del país. Los valores mencionados tuvieron la característica de ser a la orden y de contenido crediticio. El valor nominal de los valores fue de US\$ 5.000 (Cinco mil dólares de los Estados Unidos de América), excepto uno sólo de los valores de cada Serie o Subserie, el cual se podría emitirse por una cantidad distinta a US\$ 5.000, a fin de cuadrar con el exacto monto titularizado a la fecha de emisión correspondiente. Una vez emitidos los valores, no son susceptibles de división ni fraccionamiento. Los valores estarán instrumentados físicamente en títulos a los que se les denominará “VTC-SEGUNDA-3-AMAZONAS”. Se otorgó la calificación de AAA para los VTC-SEGUNDA-3-AMAZONAS. El documento íntegro del análisis y de la calificación emitida por Ecuability S.A.

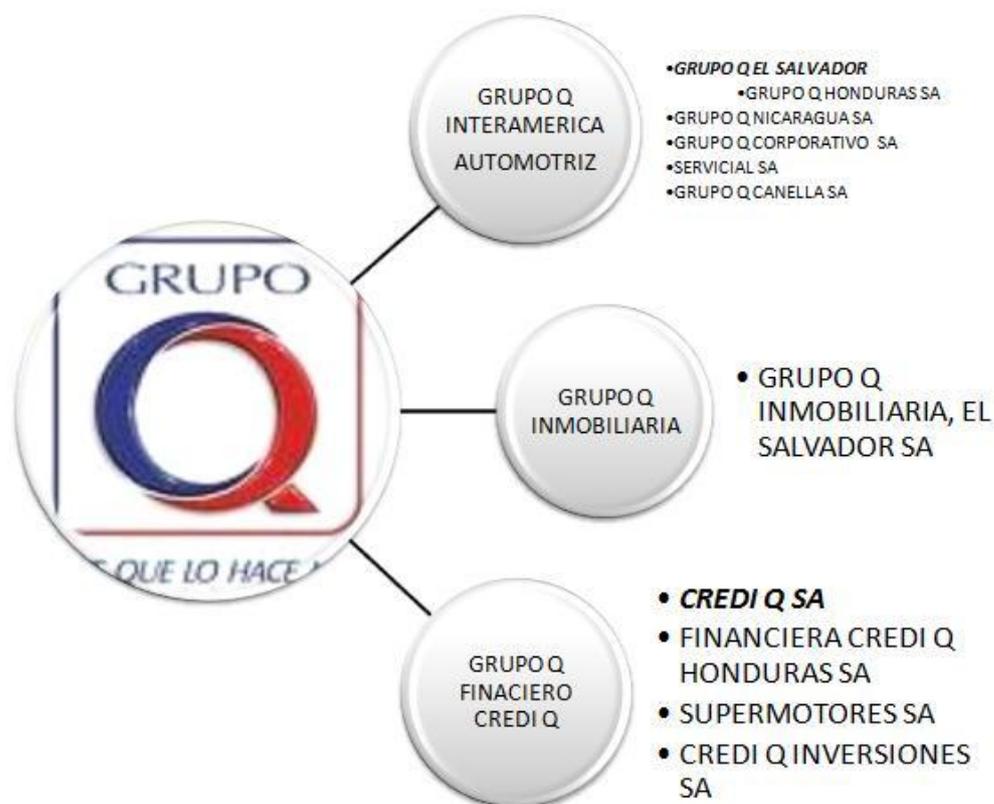
El custodio de la cartera estaría a cargo del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores o una institución financiera que tenga una calificación de riesgo de al menos “A+” distinta del originador.

4.6.2 Caso: Grupo Q (Empresas: Automotriz, Inmobiliaria, Financiera) – El Salvador y Centroamérica

El caso de Grupo Q es sumamente interesante, tanto por el éxito que ha tenido su proceso de emisión de certificados de inversión, como por los mecanismos empleados para llevarlo a cabo sin contar con un marco legal (Ley de Titularización de Activos) con el que se pueda desarrollar adecuadamente. Sin embargo, es rescatable la tentativa realizada por esta empresa al promover un mecanismo que dinamiza tanto al mercado financiero al contar con una alternativa de financiamiento para las empresas, como al mercado bursátil al ofrecer novedosos instrumentos de inversión. Antes de entrar de lleno al análisis de este caso, es importante conocer la estructura organizacional de Grupo Q.

4.6.2.1 Estructura Organizacional del Grupo Q

Como se aprecia, Grupo Q es un holding que agrupa tres corporaciones: Grupo Q Interamerica Corp. (dedicada al rubro automotriz, es decir, compra y venta de vehículos nuevos y usados); Grupo Q Inmobiliaria (dedicada al rubro de bienes raíces); y Grupo Financiero Credi Q Corp. (dedicada al rubro financiero, es decir, el otorgamiento de créditos para la adquisición de vehículos vendidos por las distintas empresas de Grupo Q Interamerica, así como el otorgamiento de otros productos financieros). En color blanco se presentan las empresas del holding que participaron en el proceso de emisión de certificados de inversión que se analiza, las cuales son: Grupo Q El Salvador, S.A. de C.V. que es parte de Grupo Q Interamerica Corp.; Credi Q S.A. de C.V. que es parte de Grupo Financiero Credi Q Corp.; y Credi Q Inversiones, que es una empresa de “propósito especial”; no depende de la estructura corporativa de Grupo Q, sino que es independiente de esta, y fue creada para realizar este proceso de emisión de certificados de inversión.

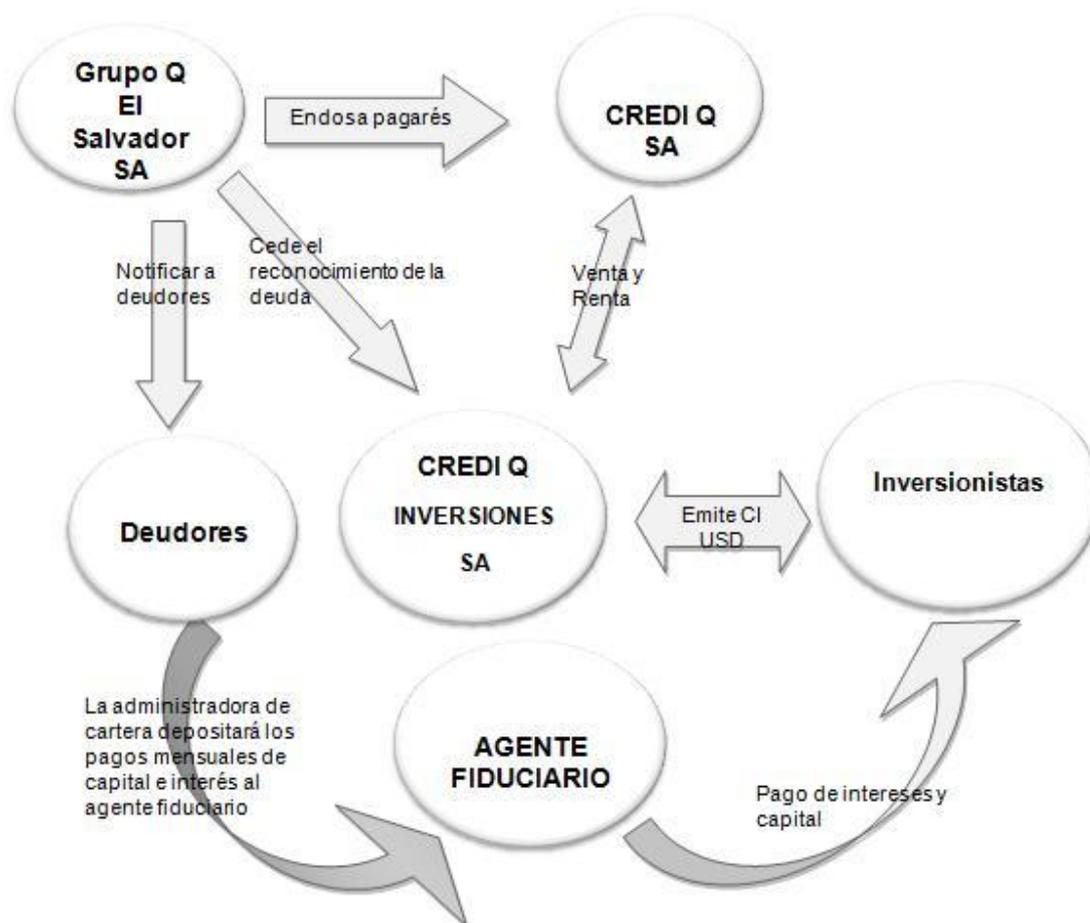


Fuente: Para la elaboración de este gráfico se utilizó la información de la Bolsa de Valores de El Salvador (prospecto de inversión de Credi Q)

Grupo Q El Salvador se dedica a la compra-venta de vehículos nuevos y usados en el país, los cuales son vendidos a través de mecanismos crediticios que otorga Credi Q a los distintos clientes, siendo esta última la responsable del manejo de la cartera crediticia. Dado que los activos subyacentes (automóviles) generan créditos que oscilan entre tres y cinco años o más, la rotación de esta cartera crediticia para convertirla en efectivo resulta bastante larga, por lo que se procede a buscar un mecanismo que permita volverla líquida lo más pronto posible, a la vez que permita diversificar el riesgo y desconcentrar los mecanismos de fondeo (no depender únicamente de la banca sino tener acceso a otras opciones de fondeo como las emisiones de valores).

Un mecanismo al que Credi Q pudo haber accedido para conseguir este fin, es el del factoraje, que consiste en vender su cartera crediticia a una entidad financiera o un “factor” a un monto descontado, y es un mecanismo al que se avocan la mayoría de empresas que desean recuperar su cartera crediticia, pero hay que destacar que el factoraje aplica únicamente a cartera de corto plazo, con un máximo de recuperación de seis meses, y la cartera de Credi Q corresponde a créditos otorgados entre tres a cinco años. Por tanto, es necesario buscar un mecanismo más accesible, y a la vez, dinámico.

4.6.2.2 Proceso de Emisión de Certificados de Inversión



Fuente: Para la elaboración de este flujo de proceso se utilizó la información de la Bolsa de Valores de El Salvador (prospecto de inversión de Credi Q)

Es por ello que Grupo Q decide llevar a cabo un proceso de emisión de certificados de inversión, para lo cual se crea una empresa independiente del holding, con aportaciones propias de capital, la cual es Credi Q Inversiones, y cuyo único propósito es el de emitir y negociar los valores correspondientes a la emisión, los cuales serán objeto de oferta pública ya sea en la bolsa de valores local o extranjera. Ahora bien, el proceso de emisión de certificados de inversión llevado a cabo por Credi Q y Credi Q Inversiones se explica a continuación:

1. Credi Q S.A. de C.V. vende, cede y traspasa su cartera de créditos por cobrar a la empresa Credi Q Inversiones S.A. de C.V. por un monto de US\$ 20, 000,000 que proviene de la venta de automóviles de Grupo Q El Salvador S.A. de C.V.; esta cartera posee, según el análisis crediticio de Credi Q, un nivel de riesgo tipo “A”, el cual se compromete a mantener durante el período estipulado en los valores emitidos a través de la sustitución de cartera deteriorada.
2. Con el traspaso de la cartera crediticia a Credi Q Inversiones, esta se vuelve dueña de los documentos que amparan el crédito (pagarés), así como de los derechos de pago que confiere dicho documento; es decir, que se reconoce el traspaso de la deuda de Credi Q a Credi Q Inversiones, con lo cual el flujo de pago de los créditos pasa a esta última; cabe aclarar que Credi Q Inversiones sólo posee derechos sobre el pago de capital e intereses generados por estos créditos, no así sobre los activos subyacentes (vehículos).
3. Ya comprada la cartera crediticia a Credi Q, Credi Q Inversiones procede a emitir los valores correspondientes, los cuales son de deuda: Certificados de Inversión; los inversionistas adquieren los valores en la bolsa, y con este dinero Credi Q Inversiones procede a cancelar la compra de cartera a Credi Q. La emisión de estos valores posee una calificación de riesgo tipo “A+” según la calificadora Fitch Ratings, y una calificación tipo “A” según la calificadora Equilibrium, S.A.
4. Credi Q Inversiones recibe el flujo de pagos de la cartera crediticia, correspondiente a capital e intereses, los cuales serán depositados en una “cuenta restringida” creada en un banco del Sistema Financiero (Banco Salvadoreño), la cual tendrá por objeto acumular el flujo correspondiente a la cartera crediticia para pagar las obligaciones derivadas de los Certificados de Inversión. Al banco designado para abrir esta cuenta especial, se le denominará “Agente Fiduciario”.

4.6.2.3 Puntos Complementarios al Proceso de Titularización

A continuación se presentan algunos puntos complementarios sobre el proceso de emisión:

- Existió acuerdos contractuales en donde se establecieron dos puntos: el primero, Credi Q Inversiones contratará los servicios de Credi Q para la administración de la cartera adquirida, por lo que le corresponderá mantener el seguimiento, notificación y cobranza de los créditos que la conforman; el segundo, Credi Q Inversiones contratará los servicios de un banco del Sistema Financiero para ejercer los labores de agente fiduciario, administrando una cuenta restringida que se abrirá en dicho banco para que esta ejerza una doble función: la de recibir los flujos provenientes de la cartera crediticia correspondiente a sus cobros, y la de realizar los pagos de capital e intereses a los tenedores de Certificados de Inversión con el dinero proveniente de dichos flujos.
- La cartera vendida a Credi Q Inversiones cuenta con una clasificación de tipo “A” según los estándares establecidos por Credi Q, la cual se describe como “cartera excelente, y mantiene sus saldos al día o hasta treinta días de atraso”.
- El fin al que se destinarán los fondos adquiridos por Credi Q Inversiones una vez completada la emisión de los Certificados de Inversión, será el pago de la cartera crediticia comprada a Credi Q, lo que implica que el monto al que asciende la emisión de valores deberá ser equivalente al monto de la cartera adquirida: veinte millones de dólares.

CONCLUSIONES

- ✓ Actualmente es una necesidad adaptarse a los cambios socio-jurídicos, de manera que frente al proceso de la titularización, un país tiene dos alternativas; modernizarse, adoptando nuevos instrumentos financieros o jurídicos que amplíen el horizonte de la inversión, o permanecer anclados a las viejas estructuras que impiden dicho desarrollo.
- ✓ La titularización en general, pese a que en la región tiene aproximadamente una década, es introducida a nuestro país, gracias a la expedición de la codificación Ley de Mercado de Valores en 1998⁶⁴ y la última codificación del 2006⁶⁵, que define a la titularización de forma más detallada, recalcando su importancia, debido a la necesidad de financiamiento que existe para viabilizar proyectos que necesitan de capital para poder surgir.
- ✓ Conforme a las ventajas analizadas para los participantes del proceso de titularización se observa en que es una herramienta de vital importancia y que está en nuestras manos ponerla en práctica, ya que se plasma como una alternativa para los inversionistas que buscan dentro de un mercado de valores deprimido un incentivo para dar fuerza a este mercado movilizador de capitales y que hoy por hoy está siendo desaprovechado ante la falta de títulos atractivos que los motiven a participar activamente.
- ✓ La creación de instrumentos financieros como la titularización, ofrece innegables posibilidades para sectores que se ven abocados en la búsqueda de una capitalización o financiamiento para su reactivación, como es el caso del sector de la construcción, microempresarial, financiero; sumido en una depresión al no encontrar en las Instituciones financieras una solución al problema del capital.

⁶⁴ Expedida en el Registro Oficial No. 367 del 23 de julio de 1998.

⁶⁵ Publicada en el Registro Oficial No. 215 del 22 de febrero del 2006.

- ✓ La desintermediación financiera en la titularización, permite obtener recursos financieros a bajo costo, dado que el emisor entra en contacto directo con la fuente primaria de recursos que son los inversionistas, sumado a la posibilidad de obtener liquidez sin adquirir endeudamiento, o al logro de ganancias adicionales por la aceleración de los flujos de fondos que genera recursos frescos para la entidad.

- ✓ Al aplicar y ejecutar el proceso de titularización de activos que se ha tratado en este trabajo, se amplía la gama de posibilidades de emisión de valores, facilitando el acceso a nuevos participantes que encuentran beneficios en actuar como originadores de estos procesos, sin verse obligados a cumplir con las exigencias que tendrían como emisores de valores. “Los investigadores nacionales y extranjeros coinciden en que esta operación fomenta la especialización de los roles de los actores o agentes que actúan en la titularización, logrando mayor eficiencia”⁶⁶

- ✓ La titularización de inmuebles, construidos o en proyecto, podrían ser una solución eficiente y actualmente aplicable, no solo para lograr el crecimiento de sectores como el turístico que tanto lo necesita, al promover la construcción de una infraestructura digna de nuestro país, sino también puede ser utilizada en la vivienda , ya que al ser un mecanismo de inversión democrática, permite el acceso a pequeños inversionistas, pues el fraccionamiento en partes alícuotas del bien inmueble y su división en títulos de pequeño valor que representan un aparte de la vivienda, podría proporcionar una invaluable herramienta para llevar a la práctica programas de ahorro dirigidos a la compra de inmuebles, donde lo que en un principio se adquirirían serían títulos de participación, que al final representen la vivienda misma, casos palpables que se dan en países cercanos como el caso de Bolivia, Panamá y la misma Colombia.

- ✓ Pese a todas los beneficios y ventajas detalladas en este trabajo, siendo el objetivo primordial incentivar la utilización del proceso de titularización hay que

⁶⁶ Víctor Cevallos Vásquez, Op. Cit., p. 255

tener en cuenta que nuestro medio es frágil todavía, y se debe a algunas razones, como por ejemplo la necesidad que cambie o mejore el reglamento en cuanto a los procesos de titularización, también hay que poner en consideración que los trámites para llevar a cabo un proceso de titularización son engorrosos, y se debe a la falta de una correcta difusión de este proceso. Sin embargo, la experiencia mundial ha demostrado éxitos y a la vez fracasos, como lo menciona Gustavo Muci⁶⁷ en su artículo sobre titularización que las causas de los fracasos de los procesos de titularización que se han dado son por ejemplo: fraudes de originadores, malos manejos del fiduciario que no han dado la debida diligencia al proceso en la emisión y en la cobertura de los valores; por esta razón, se debe tener especial cuidado con el agente de manejo quien realizará el proceso, y si posee una experiencia basada en sólidos conocimientos del proceso y con intervenciones en países donde la titularización se encuentra un paso adelante; además la investigación del originador y los activos a los cuales afectará el proceso.⁶⁸

- ✓ Al ser un mecanismo innovador que involucra tanto al mercado de valores como al sector de la construcción, es necesario, difundirlo en sus ventajas y sobre todo en las seguridades que presenta. Es importante la conjugación de los dos mercados, valores y construcción, de tal modo que de su mutua colaboración se beneficie la economía nacional, al permitir el acceso a estos sectores a pequeños inversionistas y al dar liquidez y dinero fresco a los originadores, que a su vez podrán destinarlos a mover otras áreas de la economía nacional, generándose un círculo que mueve el ahorro hacia sectores productivos.

- ✓ La Bolsa de Valores de Quito, con la experiencia de 7 años al tanto de los procesos de titularización sostiene que este mecanismo ayudó notablemente a su movimiento de los valores que dentro de este se maneja, pero que todavía experimentan dificultades en cuanto a la falta de amplitud de la normativa referente a este proceso.

⁶⁷ MUCI Facchín, Gustavo, *Algunos Aspectos Legales de la Titularización de Créditos Bancarios*, www.deloitte.com.

⁶⁸ Elsa Peña Ramos, Análisis del proceso de titularización en El Salvador, Universidad Centroamericana “José Simeon Cañas”, págs. 34 - 65

- ✓ Mediante las resoluciones del Consejo Nacional de Valores, se ha podido cubrir y regular el proceso de titularización de manera general y es así como se ha conseguido que estos procesos lleguen a un término satisfactorio permitiendo que se vuelvan a dar por las mismas instituciones como parte emisora, originadora o constituyente.

- ✓ El proceso de titularización que realizó el Banco Amazonas permitió que permaneciera dentro de la plaza bancaria después del “feriado bancario del 99” ya que al poner en conocimiento y posterior en disposición el mecanismo de titularización aprovechó la nueva publicidad de una banca actualizada en procesos de financiamiento de manera que se logró llegar a un feliz término en los procesos ejecutados hasta la fecha.⁶⁹

- ✓ La cartera que titularizó el Banco Amazonas, es una prueba del incentivo que hubo hacia las instituciones financieras para convertirse en originadores netos de activos, sobre todo en el caso de cartera hipotecaria, para después empaquetarla a través de esquemas de titularización.

- ✓ La titularización le permitió a Credi Q contar con un mayor crecimiento ya que fue capaz de financiar una mayor cantidad de créditos para vehículos, además que le dio una gran ventaja sobre las demás “holdings” de Centroamérica que tienen la misma línea del Grupo Q, el mecanismo de la titularización innovó la imagen del grupo y adquirió estabilidad financiera y societaria.

- ✓ Desde el punto de vista del inversionista con relación a la banca se cuenta con una fuente alternativa de financiamiento que permite contar con una mejor posición para negociar condiciones con la banca, pues esta ya no ve a la empresa o inversionista como que únicamente puede acudir a la deuda bancaria para financiarse, lo cual la obliga a ofrecer mejores condiciones para dicha empresa si desea mantenerla como un cliente importante, pues esta se encuentra con más opciones de fondeo que las ordinarias.

⁶⁹ www.bancoamazonas.com.

RECOMENDACIONES

1. La titularización se puede implementar en el ámbito público o estatal una vez comprobada la eficiencia y experiencia en la parte privada se puede implementar a la vez en la pública como Alcaldías Municipales, Provisión de agua potable, Energía Eléctrica, etc. que podría invertir en infraestructura pública (carreteras, puentes, tendido eléctrico, conexión de agua, etc.), deben realizar el análisis correspondiente para tener en la titularización de sus activos que generan flujos futuros o inmuebles una valiosa fuente alterna de financiamiento, conforme a sus necesidades institucionales.
2. Se recomienda a las empresas nacionales y extranjeras domiciliadas en el país dedicadas a la construcción inmobiliaria evaluar la titularización como fuente de fondeo porque permite ampliar el campo de acción en materia de financiamiento, ya que con la experiencia en Ecuador en cuanto a la banca privada, en la última década, se redujo el financiamiento a corto plazo (para el sector de la construcción inmobiliaria), y con el mecanismo de la titularización se preparan títulos que son llevados al mercado público a través de la Bolsa de Valores, en donde los inversionistas pueden estar dispuestos a asumir el riesgo.
3. Para aquellas instituciones que se dedican a financiar soluciones habitacionales y poseen stock elevado de cartera hipotecaria otorgada a largo plazo, y considerando el déficit habitacional informado en el último censo de Vivienda, se recomienda evaluar y realizar el análisis a través de los mecanismos necesarios para potenciar la titularización de sus activos y contribuir a la calidad de vida de los ecuatorianos y por ende al desarrollo económico.
4. Dado que la titularización es un tema de reciente experimentación en Ecuador se recomienda la contratación de especialistas en titularización, capacitación especializada o dirigida al tema de titularización, actuaria, servicios de consultoría, etc. para poder realizar la evaluación y análisis en las instituciones y poder determinar la factibilidad y/o viabilidad financiera, técnica y legal de

esta herramienta para llevarla a cabo de acuerdo con las realidades y necesidades institucionales.

5. Si bien la Titularización de Activos es un tema relativamente nuevo en el país, se recomienda seguir impulsando su utilización por medio de la difusión a puntos estratégicos o potenciales originadores e inversionistas sea a través de charlas informativas, seminarios, diplomados, capacitaciones, tiempo en medios de comunicación, convenios con otros países para intercambio de experiencias y conocimientos, etc., cuya finalidad sea informar, preparar y desarrollar capital humano sobre este mecanismo financiero. Asimismo el sector gubernamental debe impulsarla de manera coordinada con todos los actores claves y brindar el soporte necesario para que el aprovechamiento de esta herramienta sea óptimo.
6. Se sugiere que el título de Titularización que se encuentra recogido en la Ley de Mercado de Valores, sea separado y estructurado en una ley independiente, donde se recoja el procedimiento y requisitos que se encuentran dispersos en diferentes codificaciones, y aprovechando la experiencia de otros países obtener apoyo según los casos que hayan tenido para el proceso de titularización.

GLOSARIO

Activos de naturaleza homogénea: se considerará que un conjunto de activos es de naturaleza homogénea, siempre y cuando, los activos que lo conforman reúnan las características, en lo que resultaren aplicables, según sea su naturaleza.

Bonos: Son títulos valores que representan una parte alícuota de un crédito constituido a cargo de la entidad emisora para financiarse con recursos del público y no a través de un crédito. Pueden ser emitidos por entidades públicas o privadas. Los recursos se pueden destinar a financiar nuevos proyectos de inversión, ampliaciones de planta, sustitución de pasivos, necesidad de capital de trabajo, etc. Su plazo mínimo es de un año. Son títulos a la orden. No gozan de liquidez primaria antes de su vencimiento y son libremente negociables.

Existen diferentes clases de bonos entre los cuales se encuentran:

Bonos Ordinarios: Pueden ser emitidos por cualquier sociedad previa autorización del Consejo Nacional de Valores

Bonos convertibles en acciones: Son bonos convertibles en acciones, en los cuales la amortización a capital se realiza otorgando acciones al tenedor. Tienen las características de los bonos ordinarios y adicionalmente otorga a sus propietarios el derecho a convertirlos en acciones de la sociedad emisora. Son títulos nominativos.

Bonos Públicos: Son emitidos por una entidad gubernamental o ente territorial.

Bonos de Garantía General: Bonos que pueden emitir las Corporaciones Financieras.

Bonos de Garantía Específica: Bonos que pueden emitir las Corporaciones Financieras como respaldo a un crédito colectivo específico.

Calificación de riesgo: es la nota otorgada por una calificadora autorizada a una empresa, un país, una emisión de valores, etc. y que se interpreta como el riesgo de

incumplimiento de las obligaciones adquiridas en una emisión de valores, las cuales corresponden a intereses o dividendos según el caso. Mientras más alta sea la calificación, menor es el riesgo de incumplimiento.

Capital de trabajo: es la suma de todos los recursos, bienes y valores movilizados para la constitución y puesta en marcha de una empresa. Es su razón económica. Cantidad invertida en una empresa por los propietarios, socios o accionistas.

Cartera de crédito: es el conjunto de documentos que amparan los activos financieros o las operaciones de financiamiento hacia un tercero y que el tenedor de dicho (s) documento (s) o cartera se reserva el derecho de hacer valer las obligaciones estipuladas en su texto.

Certificados de inversión: son instrumentos de deuda que así como un préstamo bancario representa un crédito cuyo acreedor es el banco, estos instrumentos representan un crédito cuyos acreedores son los inversionistas, por tal razón se dice que representan un crédito colectivo.

Cesión de activos: se refiere al traspaso que se hace de estos del originador al agente de manejo con el fin de aislarlos en un vehículo de propósito especial para llevar a cabo un proceso de titularización.

Cesión de derecho de los activos: Acto jurídico o administrativo por el cual el título de bienes o derechos, traspasa éstos a otra persona en forma libre y voluntaria.

Cód. Com: Código de Comercio.

Colateral: es una garantía determinada por el valor de mercado extraordinario que un activo tiene por sobre el monto de un préstamo. En el caso de la titularización, el colateral se determina por el valor de los flujos generados por el patrimonio autónomo sobre el monto de los valores emitidos.

Comercialización o colocación de valores: Es la venta efectiva de activos financieros, por la propia entidad emisora, o a través de intermediación.

Comisión: retribución que da un inversionista a un corredor por ejecutar una orden de compra y venta de los valores negociables en bolsa, por asesorarlo en la misma o por administrar los valores del cliente, según sea la solicitud del mismo.

Compensación: indemnización pecuniaria o en especie que otorga el causante de un daño o detrimento de patrimonio.

Concesión: algo cedido o concedido al negociar una transacción.

Corporación Civil: Especie de persona jurídica constituida con el propósito de perseguir fines de utilidad pública de la más diversa naturaleza, independientemente de la acción desarrolla por la administración estatal.

Crédito hipotecario: contrato por el que una entidad financiera (banco, caja de ahorros entre otros) concede una línea de financiación, o préstamo hipotecario, a un titular de la que éste puede ir disponiendo cantidades, según sus necesidades.

Cuentas de reserva: cuentas restringidas que se destinarían al pago de intereses y capital de los valores emitidos con fondos provenientes de la cuenta de recolección mencionada anteriormente.

Culpa: ejecución de un delito más o menos grave en donde no existe mala intención al no cumplir con una obligación contractual, pero sí un alto grado de responsabilidad al tener capacidad para cumplir y no haberlo hecho.

Dolo: se refiere a la ejecución de un delito gravísimo como lo es el engaño o fraude mal intencionado al comprometerse con una obligación y no cumplirla para beneficio propio.

Emisión: se refiere al conjunto de valores negociables que proceden de un mismo emisor; estos tienen carácter homogéneo por pertenecer a una misma operación financiera o por responder a un mismo propósito.

Emisor: institución privada o pública que pone en circulación títulos - valores, bien sea representativos de propiedad, de deuda o de participación.

Excedente de efectivo o exceso de flujo de caja: en un estado de flujos de efectivo, corresponde a la diferencia entre las fuentes de donde proviene este, menos las aplicaciones en donde se ha gastado, siendo mayores las primeras. En términos generales, es el ahorro que se tiene luego de haber cubierto todos los gastos con los ingresos percibidos.

Fideicomiso: es un contrato mercantil mediante el cual una persona física o jurídica destina sus bienes o derechos a la realización de una finalidad lícita y determinada

encargado a una institución fiduciaria el llevar a cabo esa finalidad en beneficio propio o de otra persona.

Fiducia: Operación jurídica por la que se transfiere un determinado bien a una persona con la condición de que lo tiene que devolver después de un determinado tiempo previamente convenido y en unas condiciones determinadas. Mediante la fiducia una persona natural o jurídica (**fideicomitente**) confía a una sociedad **fiduciaria** uno o más de sus bienes, para que cumpla con una finalidad determinada en el contrato. Esta finalidad puede ser en provecho del mismo propietario o de otra persona (**beneficiario**). La fiducia es un mecanismo elástico, pues permite realizar todas las finalidades lícitas que las necesidades o la imaginación determinen.

Fiduciaria: Las sociedades fiduciarias son entidades de servicios financieros, constituidas como sociedades anónimas, sujetas a la inspección y a la vigilancia permanente de la Superintendencia Bancaria. Son profesionales en la gestión de negocios, transacciones u operaciones por cuenta de terceros. Reciben mandatos de confianza, los cuales se desarrollan con el objeto de cumplir una finalidad específica, siendo, a la vez, asesores de sus clientes.

Flujo de efectivo futuro o flujos futuros: son las entradas y salidas de efectivo proyectadas a futuro para un período determinado, las cuales se calculan en base a estimaciones determinadas en un estudio de factibilidad. Las entradas futuras de efectivo pueden constituirse en un activo titularizable.

Fondo de titularización: También conocido como patrimonio autónomo. Es el proceso mediante el cual se constituyen patrimonios independientes denominados fondos de titularización, a partir de la enajenación de activos generadores de flujos de efectivo y administrados por sociedades constituidas para tal efecto.

Gravamen: Tributos y obligaciones a que está afecta una persona natural o jurídica por el derecho a operar, poseer o transar un bien o servicio, es decir, carga fiscal impuesta sobre la riqueza, el gasto o la renta de individuos o empresas.

Interés: es el tributo o pago que se hace como compensación por el préstamo de una cantidad de dinero, la cual se expresa en un valor o título valor.

Liquidez: es la situación financiera que permite a una empresa o tenedor contar con un activo de corto plazo (efectivo líquido) para solventar sus deudas inmediatas, lo cual genera seguridad y confianza en dicha empresa. Por esta razón es que la liquidez es inversa al riesgo, es decir, a mayor nivel de liquidez, menor nivel de riesgo.

LMV: Ley del Mercado de Valores.

Market maker: Vocablo anglosajón que puede traducirse por -creador de mercado-. Sociedad u operador con capacidad para comprar y vender acciones en cualquier momento, lo que le permite constituirse en un auténtico animador del mercado. Art. 58 y 59 LMV.

Mercado capitales o de valores: es la vía financiera a través de la cual las empresas y el Estado forman capitales a mediano y largo plazo, con el objeto de financiar sus actividades. (Mario Larrea Andrade) Está conformado por un mercado primario y un secundario.

Mercado primario: Aquel en el que los emisores y compradores participan directamente o a través de casas de valores, en la compra y venta de los valores ofrecidos al público por primera vez. Los valores pueden ser de renta fija o variable. Inciso 1ero, Art. 29 LMV

Mercado secundario: Aquel en el que los valores son negociados por segunda o más veces. En él, los emisores ya no son los oferentes de dichos valores sino los inversionistas y los vendedores son los que reciben los recursos provenientes de este proceso. Inciso 2do Art. 9 LMV

Obligaciones: compromiso con que se reconocen deudas o se compromete su pago u otra prestación o entrega. En términos contables, las obligaciones están constituidas por el pasivo de una empresa.

Oferta pública de valores: Todo ofrecimiento, expreso o implícito, que se proponga emitir, colocar, negociar o comerciar valores y se transmita por cualquier medio al público o a grupos determinados.

Operadores de valores: son profesionales especializados y clasificados para negociar títulos valores en el mercado bursátil en representación y con el auspicio de una casa de valores.

Rendimiento: es el premio o pago que se hace a los inversionistas poseedores de acciones al momento que una empresa reparte una porción de las utilidades del período en concepto de dividendos.

Riesgo: es la probabilidad de que ocurran escenarios desfavorables o peligrosos que afecten negativamente la estructura financiera de un flujo de efectivo, y que por consiguiente, genere pérdidas para los inversionistas.

Rueda de bolsa: es un mecanismo centralizado de transacción bursátil de títulos valores. Permite la concurrencia simultánea y activa de todos los operadores de valores, para ofrecer demandar y negocia títulos valores en representación de sus respectivas

Casa de Valores, que son los intermediarios, mediante procedimientos informados, transparente y uniformes durante un determinado lapso llamado sesión.

Serie: partición o segmentación de una emisión correspondiente a valores físicos, también llamados títulos valores.

Sobrecolateral: es la diferencia entre el valor de los activos de respaldo y el valor de los bonos emitidos por lo tanto el sobrecolateral es el que se debe ofrecer a los inversionistas. Se calcula en base a tablas de supuestos, donde la pérdida neta esperada (pérdida potencial menos recuperación de garantías) es el monto mínimo exigido como sobrecolateral.

Subcuenta: Son las divisiones que se le hacen a la cuenta principal.

Títulos de Deuda: Instrumento que representa un compromiso por parte del emisor, quien se obliga a restituir el capital en una cierta fecha de vencimiento.

Tramo: partición o segmentación de una emisión correspondiente a valores representados por anotaciones electrónicas en cuenta.

Transferencia de Activos: Acto por medio del cual el cedente otorga a otra entidad, denominada cesionario, la posesión de ciertos activos.

Underwriting: No existe en el idioma español un término que traduzca adecuadamente el significado del underwriting el cual, en su significación más amplia se refiere a la compra de una emisión de títulos valores a un precio fijo garantizado con el propósito de vender esta emisión entre el público, es decir, es un instrumento financiero, por el cual se puede lograr una paulatina canalización de recursos hacia las actividades productivas, antelando dineros contra la entrega de emisiones de acciones, bonos u otros valores, emitidos por sociedades por acciones.. Pero para que sea posible, depende de

que exista un adecuado mercado de capitales. El contrato de underwriting es un contrato atípico e innominado, que no tiene una individualidad acusada en la ley ecuatoriana.

Valor de Mercado: Es el precio que alcanza un título valor en moneda de Bolsa, por efecto de la oferta y la demanda.

Valor: 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. Deber ser de libre negociación y circulación de lo contrario no surtirá los efectos jurídicos. Art. 2 LMV

Vehículo de propósito especial: es el blindaje que se genera en los activos cedidos al momento de aislarlos con el objeto de destinar la explotación de estos al pago exclusivo de los valores que se emiten bajo su respaldo.

BIBLIOGRAFÍA

- ♦ ALBÁN Gómez, Ernesto, *Régimen de Mercado de Valores*, Quinta Edición, Ediciones Legales, Quito 2008.
- ♦ Biblioteca Luis Ángel Arango, www.lablaa.org.
- ♦ Bolsa de Valores de Bolivia, www.bbv.com.bo
- ♦ BORJA Gallegos, Ramiro, *La fiducia o fideicomiso mercantil y la titularización*, Editorial Jurídica del Ecuador, 1995.
- ♦ CAMPOS, Erick. Evaluando Riesgo, *Titularización: Beneficios, Riesgos y Calificación*, www.capitales.com.
- ♦ CARVAJAL Córdova, Mauricio, Aspectos Jurídicos de la Titularización de Activos, Biblioteca Dike, 1996.
- ♦ CARVAJAL, Mario Alberto, *Fideicomiso: Regulaciones Jurídicas y Posibilidades Prácticas*, Editorial Buenos Aires, 2004.
- ♦ CATERINEU V.E. y PÉREZ. D. –*La Titularización de Activos por parte de las Entidades de Crédito- El modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de regulación prudencial.*, España, 2004
- ♦ CEVALLOS Vásquez, Víctor, *Mercado de Valores y Contratos Tomo II*, Quito, Editorial Jurídica del Ecuador, primera edición, 1997.
- ♦ CHACÓN Blanco, José Enrique. Derecho de Mercado de Valores, Editorial Dykinson 1992.
- ♦ *Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional del Valores*, Registro Oficial Suplemento 1, 8 de Marzo de 2007
- ♦ Código de Comercio, Ediciones Legales, 2007
- ♦ DE PINAR Vara, Rafael, *Diccionario de Derecho*, Editorial Azteca
- ♦ DÍAZ, Ardila Gabriel, *La titularización inmobiliaria ¿qué es, cómo se hace y para qué sirve?* Santafé de Bogotá, Grupo Consultor de Colombia Oikos, 1998
- ♦ Folletos No. 2 y No.6 de la Bolsa de Valores de Quito, 2004.
- ♦ GARCÍA de Enterría, Javier, *Mercado de Control, Medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*. Madrid-España, Civitas Ediciones S.L., 1999.
- ♦ GARCÍA Lozzi, José María, *Secutirización: Aspectos Impositivos*, Información Empresarial, 1994.

- ♦ GOMÉZ DE LA TORRE Reyes, Diego, *El Fideicomiso Mercantil*, Ecuador, 1998.
- ♦ GONZÁLEZ Torre, Roberto, “*La titularización de activos a la luz de la Ley de Mercado de Valores*”, Revista de Derecho Societario No. 5, Guayaquil, Edino, 2000.
- ♦ GONZÁLEZ Torres, Roberto, *La titularización a la luz de la Ley de Mercado de Valores*,_www.vinodkothari.com
- ♦ Gustavino, Elías, *Doctrina: El Encargo Fiduciario*, Edino, 2002.
- ♦ HIGTON, Elena, *Revista de Derecho Privado y Comunitario*, Rubinzal - Culzoni, Editores, 2002.
- ♦ *International Financial Law Review Securitization in civil law*, Spain, March 2000.
- ♦ KRIVOY, Ruth y BELLO Rodríguez, Omar; *El Mercado de Capitales y la Oferta Pública de Adquisición (OPA)* ,desde la óptica del Proceso de Ahorro – Inversión ; www.badellgrau.com., Caracas – Venezuela, 2000.
- ♦ LARREA Andrade Mario, *Régimen Jurídico de la Titularización de Activos*, Ediciones Legales, Quito, 2002.
- ♦ Ley 35 de 1993 y continuas reformas – Colombia.
- ♦ *Ley de Mercado de Valores*, Registro Oficial Suplemento 215, 22 de Febrero de 2006
- ♦ *Ley General de Instituciones del Sistema Financiero*, publicada en el Registro Oficial No. 250 del 23 de Enero del 2001
- ♦ *Ley Orgánica del Sistema Nacional de Contratación Pública*, Suplemento del Registro Oficial N° 395 de 4 de agosto de 2008
- ♦ LISOPRAWSKI Silvio y KIPER Claudio, *Fideicomiso, Dominio Fiduciario, Titularización*, Buenos Aires, Ediciones Depalma, 2° edición, 1996.
- ♦ MEJÍA Valle, Salvador, *La Titularización Bursátil*, Universidad Centroamericana “José Simeón Cañas”, San Salvador, Marzo del 2006.
- ♦ MUCI Facchín, Gustavo, *Algunos Aspectos Legales de la Titularización de Créditos Bancarios*, www.deloitte.com.
- ♦ ORTIZ García, Pablo. *El Mercado de Valores*, *Revista Ruptura revista anual de la Asociación Escuela de Derecho de la P.U.C.E. No. 41*, Quito, 1998.
- ♦ PEÑA Ramos, Elsa, *Análisis del proceso de titularización en El Salvador*, Universidad Centroamericana “José Simeón Cañas”, San Salvador, 2008.

- ♦ Prospecto de Oferta Pública, Segunda Titularización, Cartera Automotriz, Amazonas, CD (disco compacto), Banco Amazonas.
- ♦ Proyecto de Ley de Mercado de Valores.
- ♦ RAMÍREZ Villalobos, Fresia, *La oferta pública de adquisición*, www.uaca.ac
- ♦ Régimen de Mercado de Valores, análisis Doctrinario
- ♦ *Reglamento de Oferta Pública de Valores*, publicado en el Registro Oficial del 8 de junio de 1994
- ♦ Reglamento del Fondo de Desarrollo Microempresarial.
- ♦ *Reglamento General a la Ley Orgánica del Sistema Nacional de Contratación Pública*, publicado en el Suplemento del Registro Oficial No. 399 del 8 de Agosto del 2008 y *Reformas* publicadas, en el Registro Oficial No. 427 del 17 de Septiembre del 2008 suplemento.
- ♦ *Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores*, Registro Oficial 87, 14 de Diciembre de 1998
- ♦ Resoluciones de la Junta Bancaria de la Superintendencia de Bancos y Seguros.
- ♦ Resoluciones de la Superintendencia de Valores – Colombia.
- ♦ *Revista Judicial DLH, Registro Oficial*, www.derechoecuador.com
- ♦ ROCA López, Luis Fernando, *Titularización de Activos*, Bolsa de Bogotá 2001.
- ♦ SAN MIGUEL Arias, Héctor; PETRO Ruiz, Matilde, *El Modelo Regulatorio sobre la Titularización en Bolivia*, 1998.
- ♦ TROCOLI Mackliff, Ximena, *Titularización inmobiliaria*, Quito, 1998
- ♦ UBIDA Andrade, *Títulos Valores en el Derecho Ecuatoriano*, Ediciones Legales, Segunda Edición, 2001
- ♦ VILLAGORDOA Lozano, José Miguel, *Doctrina General de Fideicomiso*, Segunda Edición, Ediciones Porrúa SA, México, 1982.
- ♦ VILLATORO Martínez, Patricia, *Financiamiento de Proyectos de Infraestructura Pública para el Desarrollo Económico a través de la Titularización de Activos en la República de El Salvador*, Universidad Centroamericana “José Simeón Cañas”, Antiguo Cuscatlán, Agosto del 2008.
- ♦ www.bond.cl
- ♦ YÉPEZ Cadena, Esteban, *La Titularización Práctica del Encargo Fiduciario relacionado con una Garantía Real*, Universidad Andina Simón Bolívar, Quito, 2001.