

UNIVERSIDAD INTERNACIONAL SEK  
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES

Trabajo de fin de carrera titulado:

EL FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS  
FUTUROS: UN MECANISMO ADECUADO E INNOVADOR  
DE FINANCIAMIENTO EN ECUADOR.

Realizado por:

SANDRA LEDESMA

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

QUITO, FEBRERO 2.013



# DECLARACIÓN JURAMENTADA

## DECLARACIÓN JURAMENTADA

Yo, Sandra Ledesma Albornoz declaro bajo juramento que el trabajo aquí descrito es de mi autoría, que no ha sido presentado previamente 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.

.....  
Sandra Ledesma Albornoz  
C.C. 171557135-0

## DECLARATORIAS

El presente trabajo de investigación de fin de carrera, realizado por la alumna Sandra Carolina Ledesma Albornoz como requisito para la obtención del título de ABOGADO, ha sido dirigido por el profesor MG. GABRIEL SANTIAGO GALÁN MELO, quien considera que constituye un trabajo original de su autor.

.....  
MG. GABRIEL SANTIAGO GALÁN MELO

Director

Los profesores informantes

DR. ...., y

DRA. ....

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

.....  
DR. ....

.....  
DRA. ....

Quito, a..... de 2.013

## **DEDICATORIA**

*Dedico el presente trabajo a mi madre, quien siempre ha sido el faro de inspiración de mi vida.*

*Un mundo de luz para mí.*

*Sandy*

## **AGRADECIMIENTO**

*Agradezco a mi familia, amigos, maestros, a todos ellos quienes me han formado.....*

## RESUMEN EJECUTIVO

Actualmente, el sector empresarial ecuatoriano puede participar en el mercado de valores mediante la utilización de una alternativa de financiamiento (relativamente nueva) conocida como la titularización de flujos futuros, la cual a su vez puede servir de objeto para la constitución de fideicomisos mercantiles. Esta alternativa de financiamiento en los últimos años ha tomado especial importancia, ya que:

El permanente crecimiento de la competencia y las necesidades de la sociedad hacen que las empresas estén necesitando constantemente recursos financieros nuevos para poder innovar su producción, volver más eficientes sus procesos, producir nuevos artículos, etc., que les permitan triunfar en las actuales condiciones de mercado.<sup>1</sup>

Esto, a causa de las restricciones de las principales fuentes de financiamiento debido a la actual crisis mundial como por ejemplo, la otorgación de créditos o las cesiones del cobro de una deuda representada por letras de cambio o pagarés.

La titularización es un proceso de reestructuración de valores que permite vender activos o derechos sobre los flujos futuros que, por su naturaleza son ilíquidos y de poca, lenta o nula rotación, este procedimiento como una herramienta moderna, es utilizado para suministrar la fácil obtención de recursos a través del mercado de valores, a fin de que dichos recursos puedan cumplir fines como por ejemplo la reinversión o para mejorar los diferentes negocios de una empresa. El proceso de titularización de activos consiste en la transformación de aquellos en títulos que podrán ser negociados en el mercado secundario y que, por tanto, pueden ser adquiridos por los inversores de forma directa, un ejemplo muy utilizado es la titularización de cuentas por cobrar de varias empresas ecuatorianas, que se negocian dentro de la bolsa de valores tanto de Guayaquil como de Quito, con el fin de generar liquidez.

---

<sup>1</sup> Terán León, Gina Narcisa, La Titularización de Flujos Futuros como Mecanismo de Financiamiento de las Empresas, desde el punto de vista de las Casa de Valores, <http://hdl.handle.net/123456789/89>, 16 mayo de 2012.

Bajo este esquema, es posible utilizar el contrato de fideicomiso mercantil como medio para llevar a cabo procesos de titularización de activos, cuyas fuentes de pago podrían ser, los bienes del fideicomiso y los mecanismos de cobertura correspondientes.

Con la finalidad de sentar bases de conocimiento introductorias para ayudarnos a comprender mejor los diferentes tipos de mercado y así abrirnos paso hacia la comprensión de los procesos de la titularización, en el capítulo uno de este estudio se mencionarán los conceptos generales de mercado, mercado bursátil y extrabursátil, así como del primario, del secundario y de sus órganos de control.

En el capítulo dos, se analizarán los aspectos conceptuales referentes al proceso de titularización tales como los antecedentes de este proceso, mecanismos de estructuración, negociación, procedimiento, constitución, entre otros.

Una vez comprendido el modelo jurídico de la titularización en el capítulo dos, el capítulo tres aborda el modelo del fideicomiso, los elementos de la fiducia, los elementos de la relación jurídica y las características de la fiducia; por lo cual, mediante los conocimientos adquiridos en los tres capítulos, podremos en el capítulo cuarto, entender de qué manera podemos entrelazar el proceso de la titularización y el del fideicomiso mercantil, convirtiéndolos en la figura llamada fideicomiso de titularización de flujos futuros y su funcionamiento.

Finalmente en este estudio, concluiré considerando al fideicomiso de titularización de flujos futuros como un exitoso generador de capital, a pesar de que éste dependa en gran medida de las regulaciones legales de cada país, en este caso Ecuador, las cuales particularmente en la actualidad no gozan de lineamientos políticos y jurídicos atractivos o favorables para el desarrollo de esta área, y han limitado considerablemente la participación en este mercado que podría ser altamente lucrativo, de forma tanto nacional como extranjera, ya que al haberse realizando constantemente tantos cambios o reformas, no se ha permitido tener un “suelo” o un terreno conocido o claro que al final sea el que garantice fielmente las posibles proyecciones. Aun así, a pesar de estas problemáticas, en la actualidad existen varias formas de asegurar este tipo de negocios o inversiones, dichos mecanismos de garantía (por ejemplo, el exceso de flujo de fondos, el fondo anticipado, fondos de reserva, entre otros) tendrían por objetivo el brindar sistemas económicos de

respuesta en caso de crearse un efecto no deseado dentro de la negociación en el mercado bursátil, generando una vía factible, segura, fácil, eficaz y económica de inyección de capital a las empresas ecuatorianas y/o extranjeras, para su desarrollo, ya que debemos tomar en cuenta que partiremos de un capital que no es real al momento pero que, se espera exista, desarrollando la capacidad de expansión de las empresas de una forma alternativa al crédito bancario tradicional.

## ABSTRACT

Currently, the Ecuadorian business sector, it's able to participate in the stock market by using an (relatively new) alternative financing method known as the securitization of future flows, which can be used as the object of formation of the "trust". In the recent years this alternative has taken special importance:

Since the constant growth of competition and new society needs, companies constantly need new financial resources to innovate their production process to become efficient, producing new items, etc.<sup>2</sup>

To allow them to succeed in the current market conditions, especially since the global main financing sources due to the current global crisis such as credit grating, payment restructure due to debt represented by bills of exchange or promissory restrictions increase.

Securitization is the process of values restructuration which allow them to be sold as assets or rights of future cash flows, which are by their nature, illiquid, low, slow or non-rotational, this procedure as a modern tool, is used for an easily raise of resources through the market.

These resources can fulfill purposes such as reinvestment or business improvement. The assets process is the transformation of securities so they may be traded on the secondary market and, therefore, purchased by investors directly, a widely used example is the securitization of receivables from various Ecuadorian companies that are traded in the stock exchange markets of Guayaquil and Quito, in order to generate cash.

Under this scheme, we can use the commercial trust agreement as a mean to conduct assets

---

<sup>2</sup> Terán León, Gina Narcisa, La Titularización de Flujos Futuros como Mecanismo de Financiamiento de las Empresas, desde el punto de vista de las Casa de Valores, <http://hdl.handle.net/123456789/89>, 16 mayo de 2.012.

securitization processes, of which payment sources could be trust assets with their hedging mechanisms.

To help us understanding the different market types as an introductory knowledge and as a way of understanding the securitization process, chapter one of this explains general concepts as: market, stock market and OTC, as well as primary, secondary and their supervisory organisms.

In chapter two, conceptual aspects related to the securitization process such as his history, structuring mechanisms, negotiating procedure and creation, among others are analyzed.

Once we have understand the securitization process in chapter two, chapter three discusses trust, trust's elements, the contract legal elements and characteristics, for which, by the knowledge acquired in the three previous chapters, we can at the fourth chapter, understand the interlacing process between the securitization and the Commercial Trust, transforming them into the figure we called future flow securitization.

Finally in this study, I conclude that the future flow securitization is a successful capital generator, although it depends largely on the legal regulations of each country, in this case Ecuador, which currently have unfriendly political and legal policies for this area, and have significantly limited its participation in this market that could be highly lucrative, in both cases domestic and foreign, because of the constant changes and amendments, it have been able to have a "ground" or a known or clear field, that at the end of the day are the only things that guarantee faithfully business projection. Still, despite these problems, there are now several ways to ensure this business or investments, such security devices (e.g., cash flow excess, advance funds, reserve funds, etc.) aim to provide to the economic systems good response in case of an undesirable effect wile trading on the stock market, generating a feasible, safe, easy, efficient and economical capital injection way for the Ecuadorian companies and / or foreign companies, also we must take into account that we are departing from not real or not tangible capital at the time but that is expected to be, developing the company's expansion capacity with an alternative to the traditional bank credit.

# ÍNDICE DE CONTENIDOS

DECLARACIÓN JURAMENTADA .....	ii
DECLARATORIAS .....	iii
DEDICATORIA .....	iv
AGRADECIMIENTO .....	v
RESUMEN EJECUTIVO .....	vi
ABSTRACT .....	ix
INTRODUCCIÓN .....	1
CAPITULO I: CONSIDERACIONES GENERALES .....	3
1.1 Mercado .....	5
1.1.1. Mercado de capitales. ....	9
1.1.2. Mercado de valores y sus valores negociables. ....	9
1.1.3. Mercado Extrabursátil. ....	14
1.1.4. Mercado Primario y Secundario. ....	15
1.2. Organismo regulador del Mercado de Valores .....	17
1.3. Organismo de control del Mercado de Valores .....	19
1.3.1. Registro del Mercado de Valores. ....	20
1.4. Bolsa de Valores. ....	21
1.4.1. Ventajas de Negociar en la Bolsa de valores .....	23
CAPÍTULO II: LA TITULARIZACIÓN .....	25
2.1. Conceptos Básicos .....	25
2.1.1. Antecedentes .....	27
2.2. Estructura de los procesos de titularización .....	29
2.2.1. Sujetos intervinientes en el proceso de titularización .....	30

2.2.2. La segmentación de la titularización. ....	31
2.2.3. Negociación. ....	32
2.2.4. Circulación. ....	32
2.2.5. Plazo. ....	33
2.2.6. Procedimiento. ....	33
2.2.7. Calificación. ....	36
2.2.8. Objeto. ....	38
2.2.9. Bienes o activos que son sujetos de titularización. ....	38
2.3. Tipos de valores que pueden emitirse dentro de un proceso de titularización. ....	40
2.4. Ventajas de la titularización. ....	41
2.5. El proceso de la titularización. ....	43
2.5.1. Puesta en común y la transferencia. ....	44
2.5.2. Emisión. ....	45
2.5.3. Como la titularización mejora el crédito y su división por tramos. ....	45
2.6. Administración. ....	47
2.7. Estructuras de pago. ....	47
2.8. Riesgos principales en la titularización. ....	48
2.9. Costos de la titularización. ....	50
<b>CAPÍTULO III: EL FIDEICOMISO MERCANTIL</b> .....	<b>53</b>
3.1 Concepto de fiducia. ....	53
3.2. Elementos de la relación jurídica en el fideicomiso. ....	54
3.2.1. La norma jurídica positiva. ....	54
3.2.2. Los sujetos de Derecho. ....	54
3.2.3. Un hecho jurídico como hipótesis o supuesto de la norma. ....	55
3.2.4. Correlatividad entre derecho y deber. ....	56
3.2.5. La consecuencia jurídica, garantía de la relación jurídica. ....	58
3.2.6. Características de la Fiducia. ....	58

3.2.7. Elementos del fideicomiso mercantil. ....	60
3.3. Características.....	62
3.4. El contrato fiduciario .....	62
3.4.1. Contrato de encargo fiduciario. ....	63
3.4.2. Contrato de fideicomiso mercantil. ....	64
3.5. Clasificación del fideicomiso mercantil. ....	65
3.5.1. Participantes o partes del contrato de fideicomiso mercantil. ....	67
3.5.2. Propiedades.....	68
3.6. Los tipos especiales de fideicomisos. ....	69
3.6.1 Master Trust.....	69
3.6.2. Fideicomiso de emisión o “Issuance trust” .....	69
3.6.3. Fideicomiso del constituyente o “Grantor trust” .....	70
3.6.4. Fideicomiso del propietario “Owner trust”. ....	70
3.7. Contenido básico del contrato según la Ley de Ecuador.....	71
3.7.1. Cláusulas prohibidas dentro del fideicomiso mercantil.....	72
3.8. Nociones generales de los aspectos jurídicos del fideicomiso .....	73
3.9. Elementos del contrato de fideicomiso mercantil.....	75
3.9.1. El fideicomitente.....	76
3.9.2. Fideicomisario o Beneficiario. ....	77
3.9.3. La Fiduciaria.....	78
3.10. Derecho comparado.....	79
3.11. El objeto del contrato de fiducia mercantil, la transferencia de la propiedad o dominio.....	80
3.11.1. Bienes objeto del fideicomiso mercantil o patrimonio autónomo.....	81
3.12. Constitución o transferencia por acto entre vivos y transferencia mortis causa.....	83
<b>CAPÍTULO IV: FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS.....</b>	<b>84</b>
4.1. Fideicomiso de titularización.....	85

4.1.1. Mecánica de la titularización.....	87
4.1.2. Titularización de activos.....	89
4.2. Tipos de flujos. ....	89
4.3. La titularización de flujos futuros.....	92
4.4. Proyección de los flujos futuros a titularizarse.....	94
4.5. Mecanismos de garantía. ....	95
4.6. Alternativas de financiamiento a la titularización de fideicomiso de flujos futuros.98	
4.6.1. Crédito con base a garantías reales.....	98
4.6.2. Emisión de obligaciones.....	99
4.7. Procesos de titularización: Ejemplos.....	102
4.7.1. Titularización de Flujos.....	102
4.7.2. Titularización de Cartera de Crédito. ....	103
4.7.3. Titularización de Proyectos Productivos. ....	106
4.8. Conclusiones.....	112
4.9. Recomendaciones.....	114
4.10. Bibliografía.....	116
4.11. Anexo.....	124

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Diferencias entre Fideicomiso Mercantil y Encargo Fiduciario .....	64
Tabla 2: Mecanismos de Garantía .....	97

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Punto de Equilibrio.....	7
Ilustración 2: Ejemplo del Proceso de Titularización.....	29
Ilustración 3: Fideicomiso Mercantil.....	87
Ilustración 4: Titularización de Flujos Futuros.....	95

# INTRODUCCIÓN

El tema que se desarrolla a continuación busca conocer y entender de qué modo, los fideicomisos de titularización de flujos futuros pueden ser un mecanismo adecuado para potencializar el financiamiento de las compañías dentro de nuestro país. Empezando por la comprensión de los componentes económicos básicos dentro de la relación económico jurídica de la negociación dentro de los diferentes tipos de mercados, siguiendo por la comprensión y análisis del origen del fideicomiso. Conocido de larga data por el derecho romano, en sus diferentes modalidades como la de *fiducia cum creditore*<sup>3</sup>, o *fiducia cum amico*<sup>4</sup>, así como por el derecho anglosajón, en el cual nace como una herencia del sistema legal inglés, con el nombre dado por los ingleses: “*trust*”<sup>5</sup>; de éstos (de los fideicomisos romanos y del *trust*) se inspira el contrato de fiducia del régimen jurídico latinoamericano<sup>6</sup>, el cual a pesar de ser una institución relativamente nueva en nuestra legislación, la cual por su juventud supone un gran desconocimiento sobre el régimen aplicable a este negocio fiduciario se encuentra practicándose ávidamente por los comerciantes e inversionistas ecuatorianos.

Éste, en comunión con la figura de la titularización, crean una gran gama de posibilidades tanto para la inversión como para el comercio y la inyección de capital, por lo que nos

---

<sup>3</sup> “*Fiducia cum amico*: La fiducia en el Derecho Romano consistía en la transmisión de la propiedad por el procedimiento de la *mancipatio* (v.). a cuyo acto, de acuerdo con lo expuesto por Arias Ramos, se acompañaba un convenio mediante el cual el *accipiens* (v.) se comprometía a la devolución de la cosa recibida o a darle un destino determinado cuando acaeciese una circunstancia prestablecida. La *fiducia cum amico contracta* constituye una modalidad del concepto general de fiducia en la que el *accipiens* del esclavo emancipado se compromete a manumitirlo. Sin embargo, esta institución no se refiere únicamente al caso de la manumisión del esclavo, sino también a la transmisión de la propiedad de cualquier otra cosa. Cabanellas la define como pacto de fiducia con un amigo, al cual se transmitía la propiedad de la cosa, con la obligación de devolverla cuando el transmitente la pidiera o en la fecha señalada para restituirla” (Manuel Ossorio, Diccionario de Ciencias Jurídicas Políticas y Sociales, editorial Heliasta, Argentina, 1990, Pág. 416).

<sup>4</sup> “Contrato de fiducia o confianza con el acreedor: En el Derecho Romano se estilaba a veces trasmitirle así al acreedor la propiedad de la cosa que servía para garantizar el pago de una deuda o cumplimiento de otra obligación; pero con la convención de que el acreedor se comprometía a devolverla al deudor cuando este pagara o cumpliera lo debido. Una fórmula indirecta de la prenda”. (Guillermo Cabanellas, Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual, editorial Heliasta, tomo IV, Argentina, 20a edición 1981, pág. 64).

<sup>5</sup> Cfr. Diego Fernando Pereira Orellana, Tesis de maestría, Régimen jurídico tributario municipal aplicable al Fideicomiso Mercantil en el caso ecuatoriano, Universidad Andina Simón Bolívar, Ecuador, Quito, 2.006, págs. 1-4.

<sup>6</sup> La diferencia principal entre el fideicomiso latinoamericano y el “*trust*” es que “el *trust* nació bajo el derecho común británico o *common law*, el cual contempla un doble derecho de propiedad. Por un lado existe el llamado *legal estate* o *legal ownership* (propiedad legal), pero también el *beneficial ownership* o *equitable estate*, que viene a ser algo así como el derecho de uso y disfrute” en este el administrador es el propietario legal del patrimonio pero carece de control completo sobre este ya que este recae también sobre el beneficiario, característica la cual no se aplican en el caso del fideicomiso Latinoamericano, <http://www.paraisos-fiscales.info/fideicomiso.html>, 01 feb, 2013

introduciremos dentro de sus nociones generales, estudiaremos sus antecedentes, sus partes intervinientes, los mecanismos de estructuración, a fin de clarificar las evidentes ventajas así como las desventajas que conlleva su aplicación.

Para llegar finalmente con el presente estudio a comprender como la mixtura de las figuras jurídicas mencionadas anteriormente mediante el uso de flujos no percibidos o futuros son factibles de ser usadas para de generar liquidez de una forma fácil y segura.

Cabe añadir que además de los objetivos de comprensión y análisis de las diferentes figuras jurídicas, el presente estudio también comprenderá el cumplimiento de los siguientes objetivos: 1) Demostrar que el fideicomiso de titularización de flujos futuros es un mecanismo adecuado de financiamiento en Ecuador. 2) Estudiar el fenómeno económico-jurídico de los procesos de titularización de flujos futuros en Ecuador. 3) Analizar el fenómeno económico-jurídico y la instrumentación de los fideicomisos en Ecuador. 4) Realizar un estudio didáctico del fideicomiso de titularización de flujos futuros en Ecuador. 5) Fomentar el uso de la titularización como método de financiamiento para las empresas ecuatorianas.

# CAPÍTULO I:

## CONSIDERACIONES GENERALES

En la actualidad, “el sector productivo en Ecuador se encuentra estancado, atravesando problemas de liquidez y poco motivado a realizar inversiones”<sup>7</sup>, tanto extranjeras como nacionales, debido, por un lado, a la repercusión de la crisis económica mundial así como, a mi criterio, a reformas político jurídicas incesantes (como el incremento del Impuesto a la Salida de Capitales) lo cual ha creado preocupantes niveles de inseguridad jurídica, elevando los parámetros de riesgo de forma desfavorable en el campo de la inversión. Este tipo de comportamiento, frente al mundo tanto de Ecuador como de otros países con las mismas tendencias político jurídicas se ven reflejadas claramente dentro de un artículo del Europa Express publicado en España, en donde se menciona que: “Ecuador presenta un "elevado" grado de inseguridad jurídica, unido a un comportamiento arbitrario por parte de las autoridades, que cada vez cuentan con menos apoyo de las comunidades indígenas que constituyeron su base electoral”<sup>8</sup>y<sup>9</sup>. Por ello, las empresas necesitan obtener recursos y desarrollar nuevas alternativas, que les permitan enfrentar tales adversidades competitivas y evitar la paralización de sus actividades productivas.

Visualizada como una herramienta que facilita capital a corto plazo dentro del estudio realizado por Ximena Palma Aguas<sup>10</sup>, se menciona a la titularización como una figura altamente desarrollada en diferentes mercados, como por ejemplo el norteamericano, el bloque económico europeo y el mercado colombiano; sin embargo, a pesar de toda esta trayectoria, en Ecuador, el mercado bursátil aún se encuentra poco desarrollado y con condiciones adversas como: el pago obligatorio de las cuotas de entrada además de las tasas de financiamiento pagaderas de forma mensual<sup>11</sup>, condiciones que restringen la

---

<sup>7</sup> Figueroa, <http://www.dspace.espol.edu.ec>, 15 junio 2.012.

<sup>8</sup> Lukor, <http://www.lokor.com>, 12 febrero 2.012.

<sup>9</sup> Ref: ver: Balda, Fernando, Ecuador Análisis y Reporte, <http://fernandobalda.wordpress.com/2012/08/05>, 01 febrero de 2013.

<sup>10</sup> Palma Aguas, Ximena Patricia, Tesis de maestría, La banca como originadora en procesos de titularización en el Ecuador, Universidad Andina Simón Bolívar, Ecuador, 2007

<sup>11</sup> Cfr. Palma Aguas, Ximena Patricia, Tesis de maestría, La banca como originadora en procesos de titularización en el Ecuador, Universidad Andina Simón Bolívar, Ecuador, 2007, pág. 20.

accesibilidad a este medio de financiamiento a una gran cantidad de empresas más pequeñas (las cuales podrían realizar titularizaciones que comprenderían un menor monto de capital) pero a consecuencia de estas restricciones se reducirían los márgenes de ganancia por lo que el negocio se vuelve menos atractivo; a pesar de esto y subsanando estas pequeñas trabas esta herramienta puede ser de gran significancia en el desempeño de una institución de mayor volumen, la cual puede verse en la necesidad de acaparar fondos para un proceso de inversión, o capitalización –por nombrar algunos – ya que pueden facilitar la obtención de capital en un corto plazo y en el caso de la titularización de flujos futuros sin la necesidad de esperar a que el rol del negocio rinda los flujos esperados, para ya poder disponer de ellos; es por esta razón, que la titularización es una nueva tendencia por parte de aquellas empresas que buscan una fuente de financiamiento o apalancamiento asequible a un costo menor que el que se generaría, por ejemplo, con las tasas de interés bancarias.

En Ecuador se instituyó la figura de la titularización en 1.998 y, con el paso del tiempo, debido al fenómeno de la globalización sufrió un despunte a partir del 2.001, haciéndolo cada vez más aprovechable. Debido a la crisis financiera de 1.999, surgió, en los sujetos del mercado, una mayor iniciativa por la búsqueda de nuevas fuentes de financiamiento e inversión, ejemplos de esta práctica son Petroecuador, Banco Ecuatoriano de la Vivienda, Terminal Terrestre de Guayaquil, bancos y mutualistas; entre otros. Así entre los años 2.001 y 2.005 se colocaron noventa y siete millones de dólares en titularizaciones, e inclusive hoy en día la mayoría de fideicomisos constituidos en este país tienen como objetivo la titularización.<sup>12</sup>

El marco regulatorio legal de Ecuador fue actualizado relativamente hace poco. La primera Ley de Mercado de Valores de Ecuador, publicada en el Registro Oficial 199 del 28 de mayo de 1.993, tuvo como fin la regulación del mercado de valores existente a la época, y cuyo mayor punto a favor fue la constitución de las llamadas casas de valores y la transformación de las bolsas de valores de compañías anónimas a corporaciones civiles sin fines de lucro, favoreciendo enormemente el desarrollo y tecnologización del mercado de valores ecuatoriano. Al derogarse la Ley de Mercado de Valores de 1.993, el proceso de desarrollo legal respecto de los procesos de titularización culminó con la publicación del

---

<sup>12</sup>Cfr. *Ibidem*, pág. 7.

22 de febrero de 2.007, en el Registro Oficial número 215, que contenía la Codificación de la Ley de Mercado de Valores, donde se encuentran escritas normas específicas sobre los procesos de la titularización evidenciando el deseo de modernización de éste sistema de financiamiento en nuestro país e incrementando las posibilidades de constituir un fideicomiso de titularización exitosamente. Así, en el caso hipotético de una titularización de flujos futuros obtenidos por impuestos, peajes, venta de electricidad, etc., al detectarse algún flujo que ha demostrado en el tiempo tener un comportamiento estable, el cual se espera que continúe de forma predecible en el tiempo,<sup>13</sup> respaldado en los procedimientos detallados dentro de la Ley de Mercado de Valores vigente; en lo que se refiere a las ayudas y controles tanto de la Superintendencia de Compañías como de las calificadoras de riesgo, y su posterior negociación dentro del mercado de valores, ha creado un buen panorama para cumplir los objetivos de expansión o desarrollo con esta fuente de financiamiento, con costos asequibles de forma exitosa. Debemos recordar, además, que esta alternativa de financiamiento puede ser aplicada tanto a medianas como grandes empresas ecuatorianas, y esto representa un gran beneficio económico para este tipo de entidades en busca de un mecanismo para captar flujos futuros.

A continuación se presentan algunos conceptos generales de conocimiento esencial para la didáctica comprensión y la implementación del tema objeto de éste estudio, iniciando con conceptos básicos como los de mercado y sus divisiones en general, hasta el ámbito de acción de los organismos de control, entre otros; como capítulo introductorio de este estudio, y con el fin de que en el futuro nos permita entender el proceso de la titularización y el fideicomiso aplicado para el financiamiento de las empresas ecuatorianas.

## **1.1 MERCADO.**

El primer tema a tratar es la definición y análisis básico del *mercado*. Noción que comprende gran importancia ya que su estudio debe ser el primer paso para cualquier proceso de ofrecimiento u oferta hacia los posibles “compradores”, en el caso particular de la titularización, para los denominados inversionistas; este tipo de estudio nos ayuda a tener una noción general de la mecánica del funcionamiento del mercado además de las

---

<sup>13</sup>Cfr. <http://regional-investment.com/uploaded/content/category/1187349463.pdf>, 12 junio de 2.012.

fuerzas que existen dentro de él y como se afectan mutuamente, y nos ayuda, también, a tener una pequeña luz al contribuir el entendimiento de como se establece un precio dentro del mercado y finalmente los parámetros generales en cuanto a sus órganos reguladores.

Entonces, para dar inicio a este acápite el primer paso será la definición del concepto de mercado. Definimos al mercado como:

El ambiente social (o virtual) que propicia las condiciones para el intercambio. En otras palabras, debe interpretarse como la institución u organización social a través de la cual los ofertantes (productores y vendedores) y demandantes (consumidores o compradores) de un determinado tipo de bien o servicio, entran en estrecha relación comercial a fin de realizar abundantes transacciones comerciales.<sup>14</sup>

En otras palabras, los reguladores del mercado son las dos fuerzas directamente proporcionales que lo equilibran, es decir, las llamadas oferta y demanda. “Esta ley de oferta y demanda configura un principio básico sobre el que se sustenta la economía, reflejando la relación entre la demanda que existe de un bien en el mercado y la cantidad del mismo que es ofrecido en base al precio que se establezca”<sup>15</sup>. Así mismo diremos que la economía de la oferta y la demanda tiene como finalidad la del vaciamiento de los mercados de bienes finales y los factores de producción para la determinación de los precios o, en otras palabras, la de encontrar un conjunto de precios los cuales ayudarán a vaciar los mercados.<sup>16</sup>

Al hablar de un mercado de competencia perfecta, nos referimos al momento en el cual el precio de un bien se sitúa en un "punto de equilibrio", en el cual la demanda es igual a la oferta. Siendo en ese punto de equilibrio en el cual nos basamos para ponerle un precio al bien. (Véase la ilustración No.1)

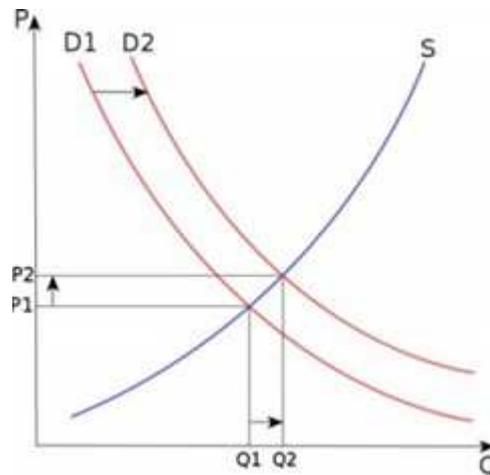
---

<sup>14</sup><http://inma-economia.blogspot.com/2011/03/hablamos-de-tipos-de-mercado-y-su.html>, 22 abril 2.012.

<sup>15</sup>Economic, <http://www.e-economic.es>, 1 junio 2.012.

<sup>16</sup>Cfr. Klein, Laurence R., La Economía de la Oferta y la Demanda, Fondo de cultura económica, México 1998, pág. 43.

### Ilustración 1: Punto de Equilibrio



Fuente: <http://mexiconomico.blogspot.com/2009/06/la-ley-de-la-oferta-y-de-la-demanda.html>, 1 junio de 2.012.

En la presente gráfica, se pueden observar tres curvas, dos rojas que simbolizan la demanda o *demand*,  $d_1$  y  $d_2$ , y una azul que simbolizan la oferta o *supply*,  $S$ ; los ejes representan  $P$  de precio y  $Q$  de cantidad, el punto de equilibrio se encuentra en la unión de las curvas  $d_1$  y  $d_2$  con  $s$ .<sup>17</sup>

Otra definición de mercado es la que lo describe como un área geográfica en la cual concurren compradores y vendedores de una mercancía para realizar transacciones comerciales: comprar y vender a un precio determinado, dentro del cual las relaciones de oferta y demanda concurren para la fijación de un precio<sup>18</sup>.

Por su parte, Gregory Mankiw<sup>19</sup> define al mercado como el conjunto de demandantes y ofertantes de un determinado bien o servicio. Añadiendo además que los compradores fijarán de forma conjunta la demanda del producto y los vendedores la oferta.<sup>20</sup>

Otra definición semántica es la que nos otorga *The Free Dictionary*:

Market means, by which buyers and sellers are brought into contact with each other and goods and services, are exchanged. The term originally referred to a place

<sup>17</sup>Cfr. <http://mexiconomico.blogspot.com/2009/06/la-ley-de-la-oferta-y-de-la-demanda.html>, 1 junio 2012.

<sup>18</sup>Cfr. Méndez Morales, José Silvestre, Fundamentos de Economía, Mc Graw – Hill, México, 2002, Pág. 123.

<sup>19</sup> Mankiw, Gregory, Principios de Economía, tercera edición, McGraw-Hill, México, 2.002

<sup>20</sup>Cfr. Mankiw, Gregory, Principios de Economía, tercera edición, McGraw-Hill, México, 2.002, pág. 41.

where products were bought and sold; today a market is any arena, however abstract or far-reaching, in which buyers and sellers make transactions. The commodity exchanges in London and New York, for example, are international markets in which dealers communicate by telephone and computer links as well as through direct contact. Markets trade not only in tangible commodities such as grain and livestock but also in financial instruments such as securities and currencies.<sup>21</sup>

Es decir, se considera mercado, al medio por el cual los compradores y vendedores son puestos en contacto unos con otros, donde bienes y servicios son intercambiados. El término originalmente se refería al lugar en donde los productos se compraban y vendían, hoy en día un mercado es cualquier plaza, sin importar cuán abstracto, o de lejano alcance sea, en el que compradores y vendedores realizan transacciones. Las bolsas de valores en Londres y Nueva York, por ejemplo, son mercados internacionales en los que los proveedores se comunican mediante enlaces telefónicos y enlaces de computadora, directamente. En los mercados, no sólo se negocian bienes tangibles, tales como bienes básicos como pueden ser cereales y ganado, sino también instrumentos financieros tales como valores y divisas.

Y finalmente, según Philip Kotler, Gary Armstrong, Dionisio Cámara e Ignacio Cruz<sup>22</sup>, un mercado es “el conjunto de compradores reales y potenciales de un producto. Estos compradores comparten una necesidad o un deseo particular que puede satisfacerse mediante una relación de intercambio”.<sup>23</sup>

Por lo tanto, podemos concluir que el mercado ya ha dejado de considerarse como la localización física del lugar en donde se realizan las transacciones comerciales del intercambio de productos por dinero, o por otros bienes; el mercado ha evolucionado hasta convertirse en una ficción económica, la cual comprende no sólo el intercambio convencional sino también ha llegado a ser el medio por el cual se negocian derechos y obligaciones, transacciones posibles de ser realizadas tanto por personas naturales como personas jurídicas. Éstas, inclusive con la nueva posibilidad de realizarse tanto desde la comodidad de una casa o inclusive desde un teléfono móvil. Dichos estos preceptos y ya que en la economía moderna las clases de mercados se siguen desarrollando, es necesario

---

<sup>21</sup> <http://encyclopedia2.thefreedictionary.com/Market+%28economics%29>, 22 mayo de 2012.

<sup>22</sup> Armstrong Kotler; Armstrong Gary; Cámara Dionisio; Cruz, Ignacio, Marketing, Prentice Hall, México, 1.999.

<sup>23</sup> Armstrong Kotler; Armstrong Gary; Cámara Dionisio; Cruz, Ignacio, Marketing, Prentice Hall, México, 1.999, Pág.10.

tener en cuenta una clasificación específica que los ordene, y nos ayude a comprenderlos de mejor manera, para esto pasaremos primero a la comprensión del funcionamiento del mercado de capitales.

### **1.1.1. Mercado de capitales.**

Mercado de capitales<sup>24</sup> “son aquellos en los que circulan deudas a largo plazo y acciones corporativas”<sup>25</sup>; aunque es muy difícil hablar de un concepto claro dentro de nuestra legislación ya que se ha confundido mucho con el mercado de valores que es una sección de éste. A fin de comprenderlo de una forma muy general podríamos decir que, - según mi perspectiva- puede ser definido como aquél el cual comprende o aglutina tanto operaciones de colocación y financiación a largo plazo de naturaleza pública o privada, y el conjunto de instituciones financieras las cuales tienen como función el canalizar la oferta y la demanda de préstamos financieros de mediano y largo plazo. Las instituciones del sector financiero que lo conforman son, por ejemplo, las bolsas de valores, los bancos, entre otros.

Dicho esto y atendiendo al anterior concepto podemos pasar a la comprensión del Mercado de Valores o Mercado Bursátil, el cual se encuentra inserto dentro del mercado de capitales, siendo un segmento especializado del mismo.

### **1.1.2. Mercado de valores y sus valores negociables.**

Para tener una idea clara de qué es y cómo funciona el mercado de valores el primer paso será caracterizarlo como un mercado abierto al público, al cual acuden ofertantes y demandantes de valores, siendo también el lugar de encuentro de un grupo o grupos de individuos con ánimo de negociar, en donde opera la intermediación entre la oferta y la demanda en el tráfico de los títulos valores. En otras palabras, es el conjunto de operaciones y negocios que efectúan los inversores y oferentes de valores de un lugar, país o región. Un caso ejemplar en el que podríamos emplear este mecanismo de negociación sería el de una compañía la cual se encuentra en la necesidad de obtener fondos, y por ello

---

<sup>24</sup> <http://www.elergonomista.com/if11.html>.02 febrero de 2013. *Cfr*: Dependiendo de las cualidades o características de los activos financieros negociados existen dos tipos de mercados financieros el mercado de capitales y el mercado monetario.

<sup>25</sup> Eugene Brigham Weston, Fundamentos de Administración Financiera, Thompson, México, 1.996, Pág. 116.

transa a través de documentos o títulos valores como valores de propiedad o títulos representativos de deuda, para generar una liquidez inmediata.

La Ley de Mercado de Valores ecuatoriana, en su artículo 3 establece: “El Mercado Bursátil es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores que se realiza en las bolsas de valores, por medio de los intermediarios de valores autorizados”.

De modo que, en el Mercado Bursátil los fondos prestados se documentan en valores, apelándose al ahorro público, a los particulares y empresas en general, ofreciéndoles una rentabilidad para canalizar tales fondos hacia inversiones productivas. El Mercado Bursátil es un mercado de negociación abierto al público<sup>26</sup>, el cual constituye una excelente ventana para las empresas que en él realizan transacciones, ya que difunde información de ellas a importantes inversionistas tanto a nivel local como a nivel internacional.

Los títulos a negociarse dentro de la bolsa de valores son los títulos *valor* que según el artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores son (el/los):

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.

Valor, también puede ser definido como el documento que otorga el derecho de exigencia de un beneficio económico a su dueño y que a su vez posee las características básicas de los instrumentos financieros que son: la negociabilidad, transferibilidad y la aceptación general.<sup>27</sup>

Estos valores, según su tipo, podrán ser representativos de crédito a favor de su titular o del poseedor del mismo y que implica una deuda existente a cargo de quien lo haya emitido, puede además constituir un reconocimiento de participación patrimonial en la entidad emisora, sin mencionar que para que cualquier derecho de contenido económico posea las

---

<sup>26</sup>Cfr. <http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin/elmercadovalores.htm>, 11 junio de 2012.

<sup>27</sup>Cfr. Muñoz Echeverría, Santiago Hernán, la Titularización como Instrumento de Financiamiento en Ecuador, Periodo 2000-2003, Tesis, PUCE, Quito, 2004, págs. 18-19.

aptitudes de un valor negociable propiamente dicho, debe ser reconocido como tal por el Consejo Nacional de Valores (CNV).<sup>28</sup>

En otras palabras, se considera valor a todos los activos negociables que puedan poseer tanto personas naturales como jurídicas, los cuales generen demanda dentro del mercado, con el fin de emprender una negociación, la cual generará rendimientos futuros apreciables o cuantificables como resultado de una inversión.

Estos son susceptibles de transmisión y negociación por los medios admitidos en el derecho mercantil, los cuales se dividen en valores de renta variable y valores de renta fija.

Los Valores de Renta Variable, en general son las denominadas “acciones”, pues la renta (la ganancia o dividendo que se reparte a los titulares) depende de los resultados o circunstancias de su sociedad emisora y por tanto no puede determinarse anticipadamente; en otras palabras, son de carácter especulativo y dependen tanto del ejercicio económico del mercado como del desempeño del emisor.

Según la información de la Bolsa de valores de Quito, los valores de renta variable son definidos como “el conjunto de activos financieros que no tienen un vencimiento fijo y cuyo rendimiento, en forma de dividendos y capital, como mencionamos anteriormente variará según el desenvolvimiento del emisor”<sup>29</sup>. En otras palabras, son el conjunto de activos sin plazo de ejecución determinado, los cuales producen sus utilidades basándose en el desempeño exclusivo de su emisor por lo que podemos decir que se encuentra sujeto a “causalidades” tanto de crecimiento no proyectado como de decrecimiento. Los valores de renta variable se clasifican en acciones y cuotas de participación, y éstos, que además se encuentran inscritos en bolsa, deben negociarse exclusivamente dentro el mercado bursátil, sea éste primario o secundario, por medio de casas de valores a menos que se trate de transferencias de acciones causadas por fusiones, escisiones, legados, herencias, liquidaciones de sociedades conyugales o de hecho y donaciones.

Por otra parte, la característica de los valores de renta fija, es que en ellos se determina el pago de intereses fijos de manera periódica sin importar el desempeño de la compañía

---

<sup>28</sup> Cfr. <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/que-se-negocia/>, 04 junio de 2012

<sup>29</sup> Bolsa de valores, <http://www.bolsadequito.info>, 02 julio 2.012.

emisora, ya que el interés es pactado con antelación y de mutuo acuerdo, y el beneficio o utilidad se visualiza en lo generado por la tasa preestablecida al momento de la emisión, la cual generará según el plazo determinado de pago, una rentabilidad que comprende tanto estos intereses como los valores de descuento que se obtenga en el precio al momento de la negociación en el mercado.

Por su parte, los valores de renta fija poseen sus propias subdivisiones, como son los valores de corto y largo plazo. Dentro de los valores a corto plazo encontramos: valores de corto plazo con tasa de interés y valores de corto plazo con descuento.

Los valores de corto plazo con tasa de interés son valores cuya vigencia total comprende el plazo de entre uno y trescientos sesenta días (1 – 360) y devengan una tasa de interés. Los principales son: pólizas de acumulación, certificados de depósito, certificados de inversión, certificados de ahorro, certificados financieros y papel comercial.

Por el contrario, los valores de corto plazo con descuento no devengan interés y son aquellos valores cuyo plazo de vigencia total se ubica entre uno y trescientos sesenta días (1 – 360) y que al no devengar tasa de interés, su rendimiento se determina por el descuento en el precio de compraventa. Los principales son: cupones, cartas de crédito doméstica, aceptaciones bancarias, certificados de tesorería y títulos del banco central (TBC). Y, los valores de largo plazo son valores de deuda cuyo plazo de vigencia total es mayor a 360 días y devengan una tasa de interés. Los principales son: Bonos del Estado, Cédulas Hipotecarias, Obligaciones y Valores de Titularización.<sup>30</sup>

Los valores negociables (de renta variable, renta fija, de corto o largo plazo) se manifiestan o se materializan por medio de los *títulos valor*, que son tradicionalmente, “una forma de representación de los valores mobiliarios cuyo soporte es un papel, es decir, un título propiamente dicho”<sup>31</sup>, aunque de forma doctrinaria al título valor o de crédito se lo catalogue como un documento indispensable para el ejercicio del derecho literal y autónomo mencionado en él, son además documentos mercantiles en los cuales se encuentra incorporado un derecho patrimonial privado, por lo que para que éstos surtan

---

<sup>30</sup> Cfr. <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/que-se-negocia/>, 04 junio de 2.012.

<sup>31</sup> La gran Enciclopedia de la Economía, <http://www.economia48.com>, 05 de junio, 2.012.

efectos jurídicos y se ejerzan dichos derechos económicos, es necesaria la posesión física de dichos documentos, por un poseedor legítimo.

Ahora bien, con el fin de determinar de mejor manera el ámbito del mercado bursátil, resulta también importante la mención de los valores que son negociados dentro de nuestra Bolsa de valores, a los cuales enlistaremos de acuerdo a su frecuencia: 1) Aceptaciones Bancarias, 2) avales bancarios, 3) bonos, 4) cartas de crédito, 5) cédulas hipotecarias, 6) certificados de ahorro, 7) certificados de arriendo mercantil, 8) certificado de depósitos, 9) certificado de inversión, 10) cuotas de membrecía, 11) cuotas de participación, 12) cupones, 13) letras de cambio, 14) notas de crédito, 15) pagares, 16) pólizas de acumulación.<sup>32</sup>

En otras palabras, el mercado de valores consolida varios elementos como: 1) Los ofertantes o emisores, que son un grupo o grupos de individuos con ánimo de negociar. 2) Valores, con sus diferentes características las cuales mencionamos anteriormente para ajustarse a los diferentes requerimientos de los aportantes de la demanda 3) Los inversionistas, propietarios del capital. 4) Los intermediarios de valores que son los encargados de la mecánica de la negociación. Todos estos de forma conjunta serán capaces de satisfacer sus diferentes necesidades de financiamiento de una forma fácil y segura.

En cuanto a los valores negociables dentro de la bolsa de valores podemos concluir que existen dos tipos de valores, de renta variable y renta fija; los valores de renta variable a su vez se subdividen en carga accionaria o acciones las cuales serán susceptibles de dicho proceso de negociación y en cuotas de participación, éstas últimas representan los aportes realizados a un fondo colectivo por sus constituyentes, y poseen derechos reales por sobre el patrimonio titularizado (la compañía). Existen también los valores de renta fija, los cuales a su vez se ajustarán a las variaciones respecto de los plazos determinados para su pago (valores de corto y largo plazo) y según su capacidad de generar interés (valores de corto plazo con tasa de interés, valores de corto plazo con descuento).

Una vez que hemos comprendido el funcionamiento del mercado bursátil y los valores usados en sus negociaciones con sus diferentes variaciones es importante también el

---

<sup>32</sup>Cfr. Muñoz Echeverría, Santiago Hernán, La Titularización como Instrumento de Financiamiento en Ecuador, Periodo 2000-2003, Tesis, PUCE, 2004. Págs. 18-19.

comprender, la parte antagónica a esta sección del mercado de capitales: el mercado extrabursátil.

### 1.1.3. Mercado Extrabursátil.

Ya que hemos dado una proyección general del concepto del mercado de capitales y del mercado de valores, analizaremos su contraparte en términos de formas de negociación, el *mercado extrabursátil* que según el artículo 3 de la Ley de Mercado de Valores del Ecuador se define como “el que se desarrolla fuera de las bolsas de valores, con la participación de intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales, con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.”

En mis propias palabras, el mercado extrabursátil es un medio de comercialización por fuera del establecimiento físico de las bolsas de valores, el cual tiene por objetivo el facilitar las negociaciones de valores de una forma menos formal con uno o más operadores como eje, en este tipo de mercado los precios obtenidos pueden variar respecto de los obtenidos dentro del mercado bursátil.

Dentro de este mercado, en el cual se registran las operaciones de compra venta que se efectúan fuera de las bolsas de valores, con la participación de intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales y con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores,<sup>33</sup> se ubican la *mesa de negociación*<sup>34</sup> y la *mesa de productos*<sup>35</sup> cuyo

---

<sup>33</sup> El artículo 18 de la Ley de Mercado de Valores de Ecuador dice que: “deberán inscribirse en el Registro del Mercado de Valores: los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores; las bolsas de valores y sus reglamentos de operación; las casas de valores y sus reglamentos de operación; los operadores de las casas de valores; los operadores que actúen a nombre de los inversionistas institucionales; los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y, sus reglamentos interno y de operación; los fondos de inversión, sus reglamentos internos y contratos de incorporación; las cuotas emitidas por los fondos de inversión colectivos; los valores producto del proceso de titularización; las administradoras de fondos de inversión y fideicomisos y sus reglamentos de operación; los contratos de fideicomiso mercantil y de encargos fiduciarios, de conformidad con las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V.; las calificadoras de riesgo, su comité de calificación, su reglamento interno y, procedimiento técnico de calificación; las compañías de auditoría externa que participen en el mercado de valores”.

<sup>34</sup> La mesa de negociación, o *dealing desk*, es el lugar donde se producen las transacciones de compra y venta de valores y activos financieros. También se conoce como mesa de operaciones o *trading desk*. La mesa de negociación se puede encontrar en la mayoría de organizaciones e instituciones financieras que participan en el comercio de instrumentos de inversión como acciones, títulos de renta fija, futuros, materias primas y divisas. (<http://www.efxto.com/diccionario/m/3594-mesa-de-negociacion#ixzz21SSqO66>, 22 julio de 2012).

<sup>35</sup> Mesa de productos definición: Canaliza la negociación de los títulos valores no negociables en bolsa, por no estar sometidos al cautiverio del título, ([www.ipc.pe/2Fempresarial%2FBolsa%2520de%2520Valores](http://www.ipc.pe/2Fempresarial%2FBolsa%2520de%2520Valores)).

fin es dar a una parte del mismo la ventaja de un mercado organizado como es el bursátil. Es en definitiva donde se realizan operaciones de compra venta de valores emitidos con la particularidad de que no se negocia dentro de la bolsa de valores.

Un punto importante a recordar es que, la inscripción en el Registro del Mercado de Valores constituye un requisito previo para que las compañías intervengan tanto dentro del mercado bursátil o extrabursátil. Mencionado esto, continuaremos con el conocimiento más a fondo del concepto del mercado de valores, para esto debemos mencionar que éste se encuentra subdividido en otros dos tipos de mercado: primario y secundario.

#### **1.1.4. Mercado Primario y Secundario.**

El *mercado primario* es aquél donde los inversionistas “comprendiendo a la inversión, como el proceso de captación de capital con la esperanza de la obtención futura demás beneficios”<sup>36</sup>, adquieren directamente de los emisores o a través de las Casas de Valores, títulos valores ofrecidos al público por primera vez.

Lo define como:

El lugar al cual los demandantes concurren en busca de nueva financiación ya sea a través de la emisión de valores de capital-deuda o por medio de valores de capital-riesgo. En el primer caso se recurre al capital ajeno con la obligación por parte del prestatario de restituirlo en un plazo pactado y mientras tanto retribuirlo con el pago de un interés fijo y en el segundo caso lo existente es el capital propio sin que quepa hablar de amortización, siendo la utilidad variable y dependiente del resultado del emisor.<sup>37</sup>

Por lo general, cuando una empresa “nueva” desea ingresar al método de financiamiento medio del proceso de la generación de títulos negociables dentro del mercado de valores como mencionamos anteriormente, esto es, que ingresa al mercado por vez primera emite su llamada “primera emisión” creando un valor, el cual sólo puede ser determinado al momento de la emisión, valor el cual, no puede ser alterado por decisión de la compañía la que los emitió, sin embargo pueden variar por medio de las fuerzas de oferta y demanda,

---

ppt&ei=oxEPUPXiGij-8ATwzYGgCQ&usg=AFQjCNH1aCv47zwAbt89I4tcp33Gm4wuZg&sig2=KDDu4SS7wEI5C62EuR5w, 24 de julio de 2.012).

<sup>36</sup>Cfr. Mascareñas, Juan; Lejarriaga, Gustavo, Análisis de Proyectos de Inversión, Eudema, Madrid. 1992. Pág. 2.

<sup>37</sup><http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin/elmercadovalores.htm>, 16 marzo de 2.012.

esto dependiendo claro de las expectativas generadas al momento de nacer al mercado. Este tipo de procedimiento se realiza generalmente por medio de la llamada oferta pública, que es simplemente el procedimiento por el cual una compañía pone a la venta valores representativos de activos pertenecientes a dicha compañía haciendo uso del mercado de valores y la cual es dirigida al público en general.

El *mercado secundario* de valores es en donde se realiza la compra y venta de valores que habían sido emitidos de forma previa, es decir, que, ya han sufrido el proceso de colocación en el mercado primario y que volverán a ser negociados a fin de otorgar liquidez, seguridad, rentabilidad a los inversionistas y que brinda además la posibilidad de revertir sus decisiones de compra y venta como es el caso de la recompra de acciones; es también un mercado de realización sin cuya existencia o funcionamiento sería difícil la existencia del mercado primario, ya que, difícilmente se suscribirían las emisiones de activos financieros de no existir la posibilidad de liquidar la inversión transmitiéndolos voluntariamente.

Las transacciones realizadas dentro de este mercado son efectuadas entre inversionistas, dentro de la bolsa de valores y a través de casas de valores y operadores de bolsa.

Dentro del desarrollo del mercado bursátil, continuamente se realizan operaciones de compraventa de valores de mercado secundario, bajo normas especiales que promueven el desarrollo de un mercado libre y organizado, donde el principio de máxima transparencia y las fuerzas de la oferta y la demanda predominan.

#### **1.1.5. Mercado Privado.**

Entenderemos como negociaciones realizadas dentro del mercado privado, a aquellas negociaciones que se realicen de forma directa entre compradores y vendedores sin que para ésta deban intervenir los llamados intermediarios de valores que según el artículo 4 de la Ley de Mercado de Valores de Ecuador son definidos de la siguiente manera:

Son intermediarios de valores autorizados, las casas de valores, y los operadores del sector público, inscritos en el Registro de Mercado de Valores, que realizan negociaciones de valores por cuenta de terceros o por cuenta propia, en el mercado

bursátil y en los mercados multilaterales de negociación, de acuerdo a las disposiciones de carácter general que expida el Consejo de Mercado de Valores.

Además, dentro de los intermediarios de valores encontramos a los inversionistas institucionales que, son definidos como aquellos encargados de la compraventa de valores financieros de forma permanentemente, con el fin de canalizar los fondos del ahorro hacia la inversión. “Las instituciones que operan como parte de este grupo son: fondos mutuos, compañías de seguros, instituciones de previsión, administradoras de fondos de pensiones (AFP).”<sup>38</sup> Esto, siempre y cuando se trate de valores que no consten como inscritos dentro del Registro del Mercado de Valores o que se generen producto de actos jurídicos como “transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados y otras especificadas en la Ley de Mercado de Valores”<sup>39</sup>.

Entonces, podríamos decir que clasificamos al mercado como privado, por el hecho de que dentro de él se realizan uno o varios tipos de transacciones por medio de agentes privados, es decir, por medio de toda persona jurídica o natural que no se encuentre regulada por la Ley de Mercado de Valores y que busque satisfacer sus necesidades personales o las de sus clientes finales.

Ahora que ya hemos profundizado en la comprensión de los diferentes tipos de mercado y sus divisiones, podemos pasar a las gestiones más específicas del mercado de valores desglosando a mayor profundidad los procesos más complejos dentro de este mercado, pero para esto en primer lugar es necesario comprender los organismos de control cuyo fin es establecer y reglamentar sus políticas generales, así como supervisar su desenvolvimiento.

## **1.2. Organismo regulador del Mercado de Valores.**

El organismo regulador del mercado de valores es el Consejo Nacional de Valores (C.N.V) que, facultado mediante la Ley de Mercado de Valores publicada en el R.O. número 367, de 23 de julio de 1998, en su artículo número 5, es creado adscrito a la Superintendencia de

---

<sup>38</sup> Gloria María Polastri Amat, Desarrollo del Mercado de Capitales en el Ecuador, Ecuador, 2.009, Pág.8.

<sup>39</sup> Karen Sánchez Ortiz, Titularización de Cartera de Crédito Comercial como Método para Obtener Recursos Financieros en el Sector Bancario, Ecuador, 2008, Pág.19.

Compañías, como órgano rector del mercado de valores, a fin de establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento.

De conformidad con el artículo 9 de la Ley de Mercado de Valores, entre sus atribuciones más importantes tenemos:

- 1) Establecer la política general del mercado de valores y su regulación;
- 2) Impulsar el desarrollo del mercado de valores estableciendo de políticas y mecanismos de fomento y capacitación;
- 3) Promocionar la apertura de capitales y de financiamiento a través del mercado de valores;
- 4) Expedir normas complementarias y resoluciones administrativas de carácter general;
- 5) Establecer parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y control para las entidades reguladas;
- 6) Regular la oferta pública de valores, establecer requisitos mínimos a cumplir para las ofertas públicas, establecer el procedimiento para la difusión de información al público revelando adecuadamente la situación financiera de los emisores;
- 7) Regular los procesos de titularización, su oferta pública, y difusión de la información pertinente de los mismos;
- 8) Regular las inscripciones en el Registro del Mercado de Valores y su mantenimiento;
- 9) Establecer las políticas generales para la supervisión y control del mercado, sus mecanismos de fomento y capacitación.<sup>41</sup>

Entonces en resumen, el Consejo Nacional de Valores es el organismo regulador el cual establece la política general del mercado de valores, impulsa su pleno desarrollo, entre otros. Se encuentra adscrito a la Superintendencia de Compañías y que según el artículo 5 de la misma Ley se conforma por siete miembros: cuatro del sector público y tres del sector privado, que son, un delegado del Presidente de la República, el Superintendente de Bancos, el Presidente del Directorio del Banco Central y tres representantes del sector privado designados por el Presidente de la República<sup>42</sup>. Actualmente, tales posiciones se encuentran ocupadas por los siguientes funcionarios: la Superintendente de Compañías, Suad Raquel Manssur Villagrán, la Intendenta General de Bancos, Ligia María Cobo

---

<sup>41</sup> Cfr. Artículo 9 de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>42</sup> Cfr. Artículo 5 de la Ley de Mercado de Valores.

Ortíz y el Presidente del Directorio del Banco Central, Pedro Delgado Campaña, además de los tres delegados del sector privado.

### **1.3. ORGANISMO DE CONTROL DEL MERCADO DE VALORES**

El organismo de control del mercado de valores es la Superintendencia de Compañías, la cual, según el artículo 430 de la Ley de Compañías de Ecuador es definida como:

El organismo técnico y con autonomía administrativa, económica y financiera, que vigila y controla la organización, actividades, funcionamiento, disolución y liquidación de las compañías y otras entidades en las circunstancias y condiciones establecidas por la ley.<sup>43</sup>

En la misma ley, en el artículo 432 se menciona que “la Superintendencia de Compañías ejercerá la vigilancia y control total de las compañías emisoras de valores que se inscriban en el Registro del Mercado de Valores”, por lo que podemos definir a este organismo como público, autónomo y con la finalidad de ejecutar las políticas generales del mercado de valores dictadas por el Consejo Nacional de Valores, además de velar por el control y vigilancia de los varios participantes del mercado de valores de Ecuador.

Entre sus atribuciones y funciones más importantes encontramos: 1. Ejecutar la política general del mercado de valores dictada por el Consejo Nacional de Valores; 2. Examinar a todos los intervinientes en el mercado de valores; 3. Dar seguimiento a las denuncias o infracciones a la Ley, sus reglamentos, reglamentos internos y regulaciones de las instituciones que se rigen por esta Ley; 4. Velar por el cumplimiento de la normativa; 5. Solicitar o proveer tanto directa como indirectamente información pública sobre la actividad de personas naturales y jurídicas sujetas a su control; 6. Conocer y sancionar, de primera instancia, las infracciones; 7. Consentir, el ingreso al mercado de ofertas públicas, así como en caso de presunción de falsedad de la información financiera, patrimonial o económica de la empresa, suspenderla o cancelarla; 8. Autorizar el funcionamiento de las bolsas de valores, casas de valores, compañías calificadoras de riesgo, depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, auditoras externas; 9. Llevar y dar mantenimiento al Registro del

---

<sup>43</sup> Artículo 430 de la Ley de Compañías de Ecuador.

Mercado de Valores; 10. Asegurar la implementación de los principios de estabilidad, solidez y correcto funcionamiento de las instituciones sujetas a su control; 11. Supervisar la publicidad veraz de las instituciones.<sup>44</sup>

En otras palabras, podemos decir que la Superintendencia de Compañías es el organismo técnico encargado de la supervisión y vigilia del correcto funcionamiento de todos los componentes que comprenden el mercado de valores según los principios consagrados en la ley y en conjunto con las resoluciones emitidas por el Consejo Nacional de Valores, es el organismo de control y el garantista de la funcionabilidad, transparencia y fidelidad de la información que llega al público proveída por los organismos sujetos a su control.

### **1.3.1. Registro del Mercado de Valores.**

Es el organismo creado dentro de la Superintendencia de Compañías, el cual tiene como función receptor las inscripciones de la información pública respecto de los emisores, valores y otras instituciones reguladas por la Ley de Mercado de Valores, el artículo 18 de esta ley estipula la creación dentro de la Superintendencia de Compañías del Registro del Mercado de Valores, registro en el cual se inscribirá toda información pública (respecto de los emisores, y sus valores) en conjunto de todas las instituciones reguladas por esta misma<sup>45</sup>. Aunque el artículo 19 de la misma ley, nos indica que:

La inscripción en el Registro del Mercado de Valores no implica certificación, ni responsabilidad alguna por parte de la Superintendencia de Compañías respecto de la solvencia de las personas naturales o jurídicas inscritas, ni del precio, bondad o negociabilidad del valor o de la entidad inscrita, en su caso.

En otras palabras, la acción de registro de valores o emisores dentro del registro de mercado de valores, no conlleva el hecho de que dichos valores se encuentren amparados o respaldados por la Superintendencia de Compañías respecto de la capacidad de respuesta o cumplimiento de las obligaciones por parte de dicho emisor o por parte de dichos valores, sin perjuicio de este hecho se encuentran obligadas a la inscripción dentro del registro de mercado de valores:

---

<sup>44</sup>Cfr. Artículo 10 de Ley de Mercado de Valores.

<sup>45</sup>Cfr. Artículo 18 de la Ley de Mercado de Valores de Ecuador.

(...) los valores y sus emisores; las bolsas y casas de valores con sus reglamentos; los operadores de las casas de valores; los inversionistas institucionales; los depósitos centralizados y los fondos de inversión con sus reglamentos y contratos de incorporación; las cuotas de los fondos colectivos; los valores producto de procesos de titularización; las administradoras de fondos y fideicomisos y sus reglamentos; los contratos de fideicomiso mercantil y de encargos fiduciarios; las calificadoras de riesgo; el comité técnico; procedimiento de calificación; el reglamento interno y las compañías de auditoría externa.<sup>46</sup>

Según el artículo 20 de la Ley de Mercado de Valores constituye requisito previo a la inscripción de este emisor y sus valores, la calificación de riesgo de los mismos, excepto en los casos previstos en la misma ley. A su vez también añade que “no se admitirá la inscripción de un emisor que no esté acompañada de la inscripción de un valor específico o de por lo menos uno del giro ordinario de su negocio.”

La Ley de Mercado de Valores obliga a la Superintendencia de Compañías a proceder a la inscripción en el Registro del Mercado de Valores en el momento en el cual las entidades sujetas a su supervisión y control, le proporcionen la:

(...) información completa, veraz y suficiente sobre su situación jurídica, económica y financiera y hayan satisfecho, cuando correspondiere, los demás requisitos que establezca esta Ley y las normas de aplicación general que se expidan. La inscripción obliga a los registrados a difundir esta información en forma continua y al cumplimiento permanente de las exigencias correspondientes.<sup>47</sup>

Podemos entender al Registro del Mercado de Valores como un pequeño filtro que nos ayuda a garantizar la legalidad, licitud y transparencia en cuanto a los emisores que intervienen en el mercado de valores como a los valores negociados dentro de la bolsa de valores.

#### **1.4. BOLSA DE VALORES.**

La entidad que facilita la negociación y centraliza las operaciones del mercado de valores, es la bolsa de valores; la cual se define como una corporación civil, sin fines de lucro, autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías. Ésta constituye la primera aproximación al mercado de valores, con el carácter de oficial, organizado y abierto. Posee la finalidad de proporcionar a sus miembros las casas de valores, los servicios y

---

<sup>46</sup><http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/preguntas-frecuentes-3/>, 04 junio 2012

<sup>47</sup> Artículo 20 de la Ley de Mercado de Valores del Ecuador.

mecanismos que estos requieran para la efectiva negociación de valores en condiciones de forma proporcional, transparente, garantizada y con un precio equilibrado;<sup>48</sup> básicamente, es la encargada de facilitar el mercado en el cual participan las empresas de un país o región determinada y ponen a la venta del público sus acciones de modo que la gente común pueda participar en ellas. Así mismo en ella se negocian gran cantidad de valores a través de los agentes de bolsa quienes luego de recibir las órdenes de compraventa de sus clientes o comitentes, realizan las transacciones correspondientes en las sesiones diarias de la rueda de bolsa. La rueda de bolsa se define como:

Un mecanismo centralizado de transacción bursátil de valores. Permite la concurrencia simultánea y activa de todos los operadores de valores para ofrecer, demandar y negociar valores en representación de sus respectivas Casas de Valores, dando cumplimiento a órdenes de sus comitentes.<sup>49</sup>

En otras palabras entendemos a la bolsa de valores como el medio facilitador de transacciones de valores, el cual media las relaciones comerciales realizadas a través de los operadores de valores y demás intermediarios, con el fin de satisfacer las órdenes de compra o venta de los diferentes inversionistas, por medio de la activación de los mecanismos tecnológicos que este organismo de control facilita para tales negociaciones.

Además de ser una de las demostraciones más puras de las tendencias capitalistas, la bolsa de valores posee varias funciones que brinda a sus usuarios como por ejemplo su función de inversión ya que ésta transforma el ahorro de las empresas en inversión productiva; el uso de la bolsa de valores también facilita la inyección de liquidez ya que permite la transacción de títulos valores convirtiéndose en dinero en el momento requerido por sus tenedores; la función participativa de la bolsa de valores es un punto importante ya que faculta a los ahorristas a pasar de esta calidad a formar parte de la gestión empresarial por el hecho de posibilitar la adquisición de acciones; además de también proteger las inversiones frente a la posible inflación, ya que en caso de ocurrir ésta, la empresa aumentará sus flujos y por lo tanto aumentará el valor de sus acciones.

---

<sup>48</sup> Cfr. Artículo 18 de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>49</sup> <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/la-rueda-de-bolsa/>, 4 de junio de 2.012.

#### **1.4.1. VENTAJAS DE NEGOCIAR EN LA BOLSA DE VALORES.**

Algunas de las muchas ventajas de negociar por medio de la bolsa de valores se encuentran enumeradas dentro de la Guía del Inversor Bursátil de la Bolsa de valores de Quito, y dentro de ellas considero, las más importantes, en primer lugar el mayor control y orden dentro de las operaciones, puesto que, por ejemplo: las operaciones de compra-venta y las cotizaciones de los valores son controladas por las mismas bolsas de valores y supervisadas por la Superintendencia de Compañías, por medio de la Intendencia de Mercado de Valores, creando una mayor transparencia y equidad, gracias a la libertad e igualdad de acceso a la información, que se refleja en la formación de los precios resultado de la libre acción de la oferta y demanda. En segundo lugar la diversidad, tanto de valores, como de emisores, inversores y también de mecanismos de negociación, consiguientemente, el inversionista está en capacidad de adoptar sus mejores decisiones de inversión de forma que las prestaciones finalmente le resulten más prácticas y rentables de acuerdo a sus necesidades particulares.<sup>50</sup>

El orden, rapidez y pertinencia de las bolsas de valores, se visualiza claramente al momento de requerirse la liquidación de las operaciones realizadas, con la entrega de los valores por parte del comité vendedor y del dinero por parte del comitente comprador. Además tiene la ventaja de poseer mecanismos de información, ya que tanto las bolsas de valores como otras asociaciones de autorregulación se encuentran obligadas al mantenimiento de mecanismos de registro de información pública actualizada, en los que se registra la información que deben hacer pública los emisores e instituciones reguladas por la Ley de Mercado de Valores. Dichos registros, al igual que la información contenida en el Registro del Mercado de Valores son enteramente públicos y deben ser ampliamente difundidos por cualquier medio electrónico o cualquier otro sistema de publicidad de fácil acceso para los partícipes del mercado.

Para que distintos tipos de bienes puedan ser materia de negociación es necesario que los derechos sobre estos bienes sean transformados en documentos representativos de dichos bienes, los cuales serán susceptibles de ser transados dentro de la bolsa de valores, según la

---

<sup>50</sup>Cfr. [www.auladeeconomia.com/Bolsas%20de%20valores.ppt](http://www.auladeeconomia.com/Bolsas%20de%20valores.ppt), 12 julio de 2012.

legislación ecuatoriana, dicho proceso de transformación es llamado titularización, procedimiento el cual se tratara en el capítulo siguiente.

## CAPÍTULO II:

# LA TITULARIZACIÓN

### 2.1. CONCEPTOS BÁSICOS

En la actualidad las empresas ecuatorianas deben enfrentar innumerables desafíos a causa de la globalización y el deseo de permanecer y/o ganar nuevos mercados, lo que las ha impulsado a la búsqueda de la optimización de sus procesos, desarrollo de nuevas tecnologías, mejoramiento de sus estrategias de mercado, y además, a incursionar en el desarrollo de sus sistemas de financiamiento<sup>51</sup> tradicionales a otros más dinámicos y con la visión de “lograr el desarrollo de un sistema de adquisición de recursos financieros más eficiente y profundo”<sup>52</sup>, acordes a la época en la cual vivimos, un ejemplo de estos sistemas de financiamiento es la titularización.

Definimos a la titularización como:

El mecanismo de desintermediación que rediseña el flujo de caja que genera un activo destinado a cumplir un objetivo determinado, con el fin de que sirva como base para la emisión de títulos valores o de certificados de participación que serán colocados en el mercado entre distintos inversores. Por ejemplo, en el caso de la creación de un fideicomiso de titularización de flujos futuros de un restaurante de comida rápida con la visión de expandirse hacia otras ciudades como Quito, Guayaquil y Cuenca, ayudados por una proyección económica estudiada o “estudio previo” y con una creciente demanda interna de productos de consumo directo, que puede proyectar un buen panorama de cumplimiento de objetivos, entre estos, el de la expansión o desarrollo por medio de esta fuente alternativa de inyección de fondos.<sup>53</sup>

La titularización posee variadas denominaciones ya que es utilizada como medio de financiamiento en varios países del mundo, en Chile se llama securitización, y en México, bursatilización, en el cual el concepto responde a la estructuración financiera de los flujos

---

<sup>51</sup> Cfr. Terán León, Gina Narcisa, Tesis de Maestría, La Titularización de flujos futuros como mecanismo de financiamiento de las empresas, desde el punto de vista de las casas de valores, Ecuador, 2009, pág. 1.

<sup>52</sup> Bolsa de Valores, <http://dspace.ups.edu.ec>, 20 junio de 2.012.

<sup>53</sup> Fajardo Gómez, Esther Elizabeth; Egas Minuche, Carlos Manuel; Méndez Prado, Mariela, Fideicomiso de Titularización de Flujos Futuros de un Restaurante de Comidas Rápidas, Tesis, Escuela Superior Politécnica del Litoral, Ecuador, 2009. Pág. 1.

de caja provenientes de los activos que respaldarán la emisión de valores en el mercado bursátil. En Argentina, dentro de los gobiernos locales de algunas provincias, se ha utilizado la titularización para llevar a cabo proyectos de inversión o para refinanciar deuda con condiciones más favorables.

Estos gobiernos locales emiten deuda garantizada con los flujos futuros de ingresos generados por impuestos, o por el pago de "royalties". Y es de esperar que en casos como Brasil, Colombia y Chile, experimentan un dinámico crecimiento de nuevas emisiones titularizadas en el ámbito local, por cuanto, cuentan con un marco legal que favorece este proceso, es donde los inversionistas están más familiarizados con los beneficios que ofrece la titularización y tienen más experiencia en relación con el análisis de estos productos.<sup>54</sup>

Entonces sin importar su denominación, el objetivo básico de la titularización es el de transformar estos recursos con liquidez restrictiva, en recursos financieros fácilmente transables, por medio de la ingeniería financiera. El flujo de caja el cual es generado por estos recursos se estructura financieramente con el fin de dar respaldo a la emisión de valores, es decir, para pagar el interés y el capital de los valores a ser negociados y adquiridos por los inversionistas, sean estos individuales, institucionales, empresas del ámbito financiero o empresas en general.<sup>55</sup>

En otras palabras es el método por el cual se transforma activos en valores que serán destinados a circular, es decir, a ser vendidos al público en general en los mercados organizados de valores. También podemos definirla como el proceso por el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.

Según la Superintendencia de Compañías en Ecuador, la titularización comprende un proceso de transformación o conversión de activos de poca, lenta o nula rotación en títulos valores susceptibles de ser negociados en el mercado de valores para obtener liquidez en condiciones competitivas, dichos valores se emitirán con cargo al patrimonio autónomo de propósito exclusivo y se encontrará conformado por activos de baja liquidez.<sup>56</sup>

Esto siempre que los activos transmitidos al patrimonio autónomo, que podrá ser tanto un fideicomiso mercantil como un fondo colectivo de inversión, dispongan de la capacidad de

---

<sup>54</sup><http://www.capitales.com/riesgo/articulos/nota-tecnica.html>, 20 junio de 2.012

<sup>55</sup>Cfr. <http://www.slideserve.com/Samuel/la-titularizaci-n-y-la-globalizaci-n-financiera>, 20 de junio de 2.012

<sup>56</sup>Cfr. Superintendencia de Compañías, Folleto divulgatorio N. 14, pág. 1, Ecuador.

generar flujos futuros de fondos, los cuales serán utilizados para el pago del capital y el rendimiento de los valores emitidos.<sup>57</sup>

### **2.1.1. Antecedentes.**

El procedimiento de titularización tuvo origen en Estados Unidos en 1970. Se emitieron en dicho país los primeros valores que le otorgaban al adquirente de tales documentos, un derecho sobre el conjunto de créditos hipotecarios que garantizaban la emisión. Estos valores fueron muy atractivos ya que representaban alta rentabilidad y fueron amparados por una emisión de gobierno de ese país.<sup>58</sup>

Así, en 1970, el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano de los Estados Unidos de América creó para su desarrollo este procedimiento y tuvo el respaldo del gobierno norteamericano mediante sus agencias federales: la Federal National Mortgage Association y la Government National Mortgage Association, que vendían bienes valores a través de los respaldos de carteras de préstamo de hipotecas que, les permitieron participar dentro del mercado secundario. Estas titularizaciones beneficiaron principalmente a los créditos hipotecarios para la adquisición de viviendas, a los créditos prendarios para la adquisición de automotores y representó un gran desarrollo en las carteras compuestas por el financiamiento de aerolíneas en pasajes aéreos por medio del leasing.<sup>59</sup>

En 1977 se hicieron nuevas emisiones sin el respaldo del gobierno de la cartera de consumo, implementándose la titularización de créditos con garantía prendaria, y se abrió paso a la idea de titularización de toda clase de activos. En primer lugar, con garantías reales sobre los activos: las técnicas de titularización que se habían desarrollado en el mercado hipotecario se aplicaron por primera vez a una clase de activos no hipotecarios, préstamos para automóviles.

La titularización de cartera hipotecaria se practica mucho hasta la actualidad, como fuente de financiamiento a largo plazo para cubrir la gran demanda habitacional que cada día

---

<sup>57</sup> Cfr. <http://www.supercias.gov.ec/Documentacion/Mercado%20Valores/Proteccion%20al%20inversionista/PreguntasYRespuestasFrecuentes.pdf>, 26 de junio de 2012.

<sup>58</sup> Cfr. Casas Sanz, Eduardo de Santamaría, La Fiducia, Temis, Bogotá 1997. Págs. 60-67.

<sup>59</sup> Cfr. Borja Gallegos, Ramiro Alfonzo, La Fiducia o Fideicomiso Mercantil y La Titularización, Editorial Jurídica del Ecuador, Quito, 1995. págs. 87-90.

crece a nivel nacional y a nivel mundial, la que se presenta como una opción atractiva ante las tradicionales fuentes de financiamiento ya que se trata de un esquema de financiamiento moderno mediante el cual se pueden obtener recursos, desprendiéndose de activos que generan costos operativos, permitiendo un mayor dinamismo.

A partir de 1.990 la titularización se aplicó a una serie de sectores de reaseguros y seguros: los de vida y catástrofe. Así, las principales áreas de actividad en el amplio campo de la transferencia de riesgos alternativos incluyen los bonos de catástrofe, de titularización de seguros de vida y *sidecars* reaseguros.<sup>60</sup>

Por su parte “la titularización llegó a Europa a finales de los años 80, cuando la primera titularización de hipotecas apareció en el Reino Unido, pero sólo despegó en los últimos años 90 o principios de 2.000.”<sup>61</sup>

Ya para el año 2006, el mercado latinoamericano de titularizaciones había cuadruplicado su tamaño, representado por el mercado de las hipotecas, préstamo de automóviles, y préstamos al consumo, encabezado por Brasil alcanzando cerca de US\$ 5.000 Millones en el 2006<sup>62</sup>,

En la actualidad, la titularización es entendida como el proceso de adopción de un activo líquido, o grupo de activos, a través de finanzas y generación de seguridad. Este proceso funcional de titularización se desarrolla en primer lugar, con una institución financiera regulada y autorizada, la misma que generará rendimientos, y que posee varios métodos de garantía de inversión.

En sus inicios, este tipo de procedimiento utilizaba, por lo general, garantías hipotecarias individuales las cuales se mantenían en un depósito y usualmente eran emitidas por una empresa financiera de terceros, así como por una gran empresa de banca de inversión, o por el mismo banco en el cual se originaron dichas hipotecas.<sup>63</sup> Así, el resultado era la generación de seguridad apoyado por las reclamaciones contra los bienes de los deudores

---

<sup>60</sup> Cfr. Guercio María Belén, Tesis, El Mercado de Renta Fija Argentino, Análisis Interno y Comparativo, 2008, pág. 78.

<sup>61</sup> Janet Tavakoli, Revisión de Riesgo GARP, Revista de la Asociación Mundial de Profesionales de Riesgo, E.E.U.U., 2.005, Pág.26.

<sup>62</sup> Cfr.: Charco, Nelly Jeaneth, Ventajas del Proceso de Titularización en el Ecuador durante los últimos cinco años, Tesis, Escuela Politécnica del ejército, Ecuador, 2009. pág. 78.

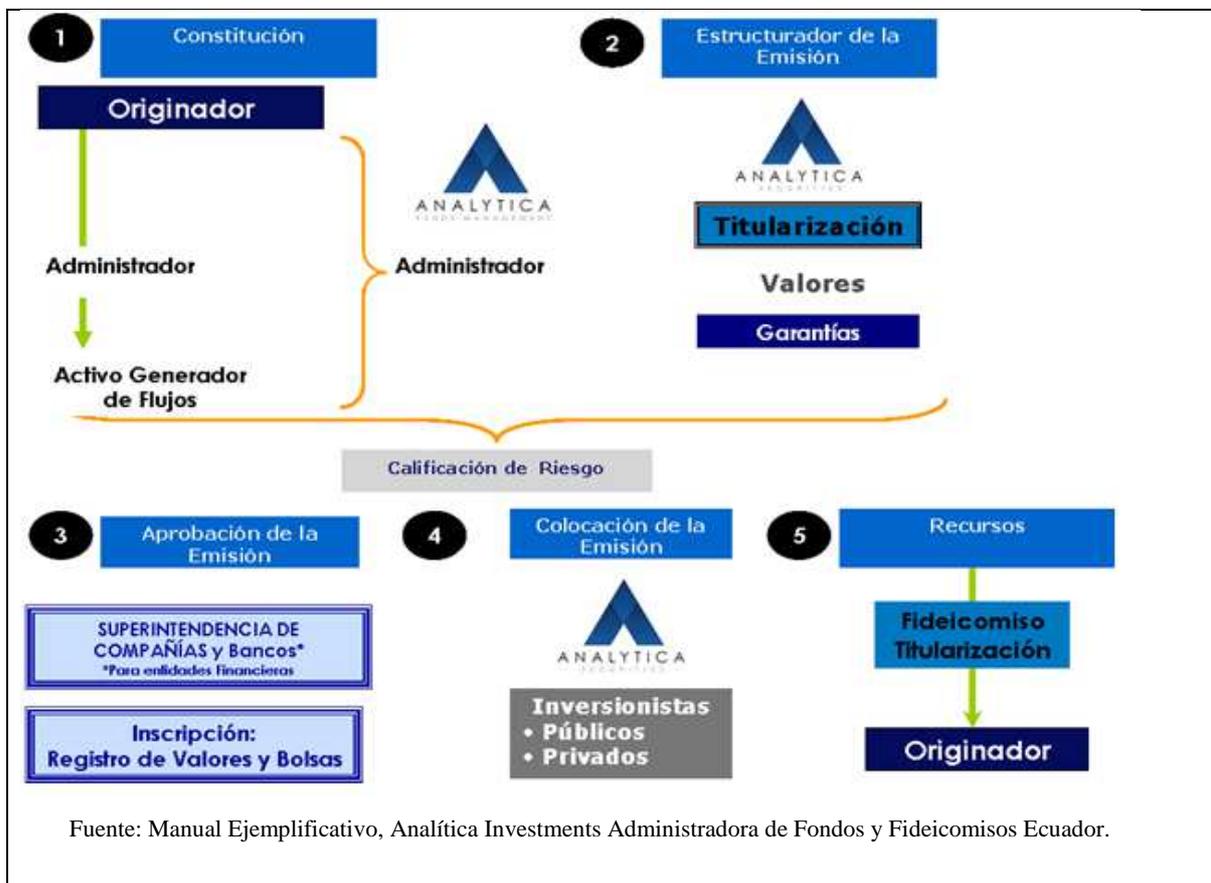
<sup>63</sup> Cfr. Andrade, Rubén Darío, Legislación económica del Ecuador, Abya Yala, Quito, 2003. Pág. 126-130.

hipotecarios. Esta seguridad se podía vender a los participantes en el mercado secundario de hipotecas.

Con posterioridad a la titularización nacieron otras tantas posibilidades como por ejemplo las titularizaciones de activos o las de flujos “esperados” o futuros, objeto de este estudio. Habiendo dicho esto, corresponde primero el estudio de la estructuración de los procesos de titularización en general a fin de concluir con posterioridad en la titularización de flujos futuros.

## 2.2. ESTRUCTURA DE LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN

Ilustración 2: Ejemplo del Proceso de Titularización



Así, definimos al proceso de titularización como el proceso mediante el cual se procede a la colocación de títulos valores que representan el capital, compuesto por un conjunto de activos financieros líquidos y sus intereses (o sólo los intereses), por medio del uso

benéfico de garantías, e incluso, su mejora por medio del uso de garantías adicionales, logrando que dichos activos sean negociables más ágilmente y que logre la generación de mucha más liquidez de la que poseían en manos de sus propietarios originales.<sup>64</sup>

### **2.2.1. Sujetos intervinientes en el proceso de titularización**

En el proceso de titularización participan los siguientes sujetos:

1. La entidad originadora u originante, que trata de una o más personas que transfieren los bienes, base de la titularización y obtiene el financiamiento para actividades productivas.
2. El estructurador, que analiza la factibilidad de la titularización, se encarga de estudiar las proyecciones de *cash flow*<sup>65</sup> y de diseñar la emisión por medio de cálculos financieros y de mercado, con el fin de medir los riesgos y emitir su opinión sobre la factibilidad de la operación, en este caso (el originador, el fiduciario o un tercero pueden asumir estas funciones).
3. El agente de manejo, el cual, en representación del patrimonio autónomo, emite propiamente los títulos, recauda los recursos provenientes de la emisión y se relaciona con los inversionistas, además de realizar todos los trámites para su autorización.
4. La entidad administradora, que es aquella entidad encargada de la recaudación de los flujos provenientes de los activos y de administrar los bienes que han sido objeto de la titularización.
5. La entidad colocadora de fondos, que es un agente bursátil que actúa como suscriptor y su colocador dentro del mercado de los títulos en el caso de tratarse de una oferta pública, o como intermediario en el caso de una transacción privada; estas mismas funciones sin embargo pueden ser realizadas directamente por el agente de manejo.

---

<sup>64</sup> Cfr. Borja Gallegos, Ramiro Alfonso, La Fiducia o Fideicomiso Mercantil y La Titularización, Editorial jurídica del Ecuador, Quito, 1995, págs. 90-91.

<sup>65</sup> Cash flow o flujo de caja: “El flujo de tesorería o de caja está formado por el conjunto de cobros y pagos que se producen en la empresa en un momento determinado, o lo que es similar, el conjunto de recursos financieros generados por la empresa”. (Castaño Guillén, Celestino, Valoración de pequeñas empresas: una aplicación a la marca “Denominación de origen dehesa de Extremadura”, Tesis Doctoral, Universidad Nacional de educación a distancia UNED, 2.008, pág. 99).

6. El patrimonio autónomo, que es una ficción jurídica y autónoma, dotada de personalidad jurídica independiente de la de su originador, compuesta por un conjunto de bienes sobre los cual se respaldan los títulos en una titularización.
7. Los inversores, que son personas naturales o jurídicas que poseen el ánimo de adquirir los títulos ofertados por el originador.
8. La calificadora de riesgo, que según lo estipulado en el artículo 46 de la Ley de Mercado de Valores es la “sociedad anónima o limitada que tiene como objeto exclusivo la calificación de riesgo”.
9. El garante, que es la persona o entidad, generalmente compañías aseguradoras o instituciones financieras, designada para cubrir el riesgo de crédito de los bienes titularizados y en ciertos casos del originador.<sup>66</sup>

Con la presencia de estos sujetos, existen diversas formas de hacer titularizaciones de acuerdo con el activo que se respalda, por ejemplo, la cartera de crédito inmobiliaria, proyectos de construcción, obras de infraestructura vial, construcciones de obras en el sector público, acciones y títulos de deuda pública, entre otros.

### **2.2.2. La segmentación de la titularización.**

Existen varias formas de manejar una titularización de acuerdo al fin que ésta persiga, por ejemplo, el caso de los contratos de fiducia mercantil irrevocable, en los cuales el fideicomitente transfiere sus bienes, tales como sumas de dinero, con el fin predestinado de adquirir los bienes que pasarán a formar parte del patrimonio autónomo.

“Otra modalidad es la de la sociedad fiduciaria entre los títulos, en ella se destinan los fondos provenientes de la emisión y se vinculan con los inversionistas que adquieren los títulos”<sup>67</sup>; o en el caso de manejarse por medio de los fondos comunes especiales, en los cuales se constituyen fondos comunes a través de contratos mercantiles fiduciarios encargados de hacer ofertas públicas de los valores o de los bienes, además de inscribir en el registro de mercado de valores, la constancia de la vinculación dándoles así liquidez en el mercado secundario.

---

<sup>66</sup>Cfr. Corrales Granizo, Jenny Alexandra; Velasco Berrezueta, Luis Antonio, Titularización de flujos de Caja Futuros para Empresas del Sector Financiero Ecuatoriano, Tesis, PUCE, Quito, 2003, pág. 9 -15.

<sup>67</sup> Guillermo Ospina, Teoría General de los actos o negocios jurídicos, Temis, Bogotá, 1.998, pág. 18.

Otra forma de operación es a través de los fondos de valores, que son fondos administrados por sociedades comisionistas de bolsa; para el uso de este método los activos objeto de la titularización deben encontrarse inscritos en el registro de mercado de valores.<sup>68</sup>

### **2.2.3. Negociación.**

Los títulos nacen propiamente como “títulos valor” al cumplir todos los requisitos previstos en la Ley de Mercado de Valores. El proceso de negociación de valores se realiza a través de intermediarios de valores, los cuales cumplen la tarea de la venta de dichos títulos emitidos por sus clientes así como de la tarea de compra en caso de existir un encargo por parte de los inversionistas. Dichos intermediarios son las bolsas de valores. En Ecuador existen dos bolsas de valores actualmente: la de Guayaquil y la de Quito.

El artículo 33 de la Ley de Mercado de Valores, estipula que es necesario, respecto de los valores derivados de un proceso de titularización, el ser transados en bolsa, tanto las negociaciones que involucren al mercado primario como las realizadas dentro del mercado secundario, pero menciona a su vez que pueden existir casos especiales en los que se podrá efectuar ofertas públicas dirigidas o subastas especiales.<sup>69</sup>

### **2.2.4. Circulación.**

Cuando nos referimos a títulos valores, se considera consustancial a su concepción el hecho de que estos participen del proceso de circulación, ya que dichos títulos son creados precisamente con ese propósito, independiente si estos son materia de transmisión o no. La Ley de Mercado de Valores, artículo 233, inciso 2, señala que: “Los valores pueden emitirse, nominativos, a la orden o al portador, si son nominativos circularán por sesión cambiaria inscrita en el registro del emisor, sean a la orden por endoso, o sean a la orden por la simple entrega”.

En el caso particular de los valores resultantes del proceso de titularización la misma ley en su artículo 148 señala que, los valores que sean emitidos a consecuencia de un proceso de

---

<sup>68</sup>Cfr. [http://es.davidzambrano.wikia.com/wiki/La\\_Titularizaci%C3%B3n\\_de\\_Activos](http://es.davidzambrano.wikia.com/wiki/La_Titularizaci%C3%B3n_de_Activos), 09 julio de 2012

<sup>69</sup>Cfr. Artículo 33 de la Ley de Mercado de Valores de Ecuador.

titularización podrán ser nominativos o a la orden, los valores de contenido crediticio o mixtos tendrán cupones con una especificación del rendimiento financiero que será fijo o variable, siendo estos cupones también nominativos o a la orden, según corresponda a las características de los valores a los cuales se adhieren. La misma disposición en su inciso final señala que estos valores podrán ser representados por títulos o por anotaciones en cuenta y que los títulos emitidos podrán representar uno o más valores.

#### **2.2.5. Plazo.**

Los plazos de procesos de titularización transcurrirán de acuerdo al tipo de titularización utilizado, por ejemplo en el caso de las titularizaciones de cartera el plazo de la oferta pública no excederá de 18 meses calendario; en el caso de la titularización de fondos en general, el plazo corre a partir de la transferencia de los derechos de cobro al patrimonio autónomo, por el plazo y la vigencia de los valores a emitirse, etc.

El plazo mínimo de ejercicio de la titularización es de un año, aunque puede ser amortizable a un término inferior. Como en el caso de amortizaciones parciales, en las que la potestad de conferir esta autorización corresponderá únicamente a la Superintendencia de Compañías la cual autoriza títulos con redención inferior o con amortización parcial que superen el porcentaje mencionado cuando las condiciones particulares del proceso así lo requieran. En el caso del plazo máximo para ejercer el o los propósitos de la titularización éste se encontrará detallado en el contrato que dio origen al fondo. El plazo máximo de redención de los títulos no podrá superar el plazo del contrato que dio origen a la conformación del patrimonio o del fondo de valores.

#### **2.2.6. Procedimiento.**

El Consejo Nacional de Valores mediante resolución número CNV.-00902000,<sup>70</sup> dictó el Reglamento sobre procesos de titularización aplicable a originadores de derecho privado, derogando el Reglamento para la emisión de los certificados de derechos fiduciarios, en donde se encuentra especificado el procedimiento a seguir en caso de una titularización

---

<sup>70</sup>Cfr. Registro Oficial , Número 238, 05 de enero de 2001

privada<sup>71</sup>, por otra parte, las normas para el proceso de la titularización realizada por el Estado y las entidades del sector público, incluida la oferta pública de obligaciones de organismos que integran el régimen descentralizado, se encuentran en el Reglamento para la participación del Sector Público en el Mercado de Valores.<sup>72</sup>

Habiendo mencionado esto, es imperativo cumplir con el siguiente procedimiento, en primer lugar, aportarse el activo o “flujo” que se desea titularizar, para lo cual deberá llevarse a cabo un estudio previo, con el fin de seleccionar el modelo que mejor se adaptará a las necesidades y fines perseguidos por el originador.

El segundo paso conlleva la “bursatilización”, la cual consiste en la transformación de los flujos en títulos valores, capaces de ser negociados en la bolsa de valores, logrando generar liquidez y un mayor interés comercial en dichos bienes, esto constituye la principal ventaja del proceso de titularización.

Se debe recalcar que para que se lleve a cabo esta transformación la Ley de Mercado de Valores en su artículo 109, con relación al fideicomiso mercantil y al encargo fiduciario, y refiriéndonos específicamente al traslado de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporeales, señala que tales deben existir o esperar que existan en un patrimonio autónomo fiduciario, para que éste lo convierta en unidades bursátiles.

El estudio y aprobación realizado por la Superintendencia de Compañías es el siguiente paso. Este organismo, como mencionamos anteriormente, es el organismo de control y registro de los títulos, además este ente estatal, en conjunto con los estudios financieros, jurídicos y económicos, que deben respetarlas normas y regulaciones legales, realiza un estudio que puede durar hasta 15 días según la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, el cual estipula que:

La Superintendencia de Compañías, efectuado el análisis de la información presentada, podrá observar su contenido, requerir ampliación a la misma o su rectificación. De no satisfacerse las correcciones solicitadas, en un plazo de hasta quince días, contados a partir de la fecha de la respectiva notificación, o de ser éstas

---

<sup>71</sup> Cabe añadir que además la reglamentación de la Junta bancaria aplicable a los procesos de titularización de activos, dentro de los capítulos IV y V subtítulo I título V de la CRSBS y JB fue derogada por los 1 y 2 de la Resolución JB-2004-717, *Cfr.*: Registro Oficial número 460 del 1 junio de 2011

<sup>72</sup>*Cfr.* Consejo Nacional de Valores, Resolución, Número 003-2001.

insuficientes, la solicitud de inscripción será negada, para lo cual se expedirá la correspondiente resolución.<sup>73</sup>

Entonces, en el lapso de este estudio y su aprobación existe la posibilidad de que se soliciten aclaraciones a la información presentada en los estudios, y al superar tales aclaraciones la Superintendencia de Compañías ordenará la inscripción en el Registro de Mercado de Valores, mediante una resolución, sobre la emisión de la oferta pública de dichos títulos valor.

La siguiente etapa es la llamada calificación de riesgo, que es el procedimiento que se desarrolla de forma paralela al estudio realizado por la Superintendencia de Compañías, el cual consiste en el examen de los bienes a titularizar, en este caso los flujos futuros, con el fin de determinar la calidad y expectativas de valorización, ubicación y riesgos futuros. Esto comprende el análisis de la estructura del sistema de titularización, además del análisis de la calidad del emisor y sus estados financieros además del estudio de sus proyecciones de percepción de flujos. Procedimiento realizado de conformidad al artículo 12 de la Ley de Mercado de Valores el cual estipula que, es necesario contar con una calificación de riesgo para poder realizar ofertas públicas de valores provenientes de procesos de titularización. La importancia de este criterio, pasa a ser fundamental desde la óptica del inversionista, e imprescindible para fundamentar la capacidad de generación de flujos por parte del originador.

Los principales criterios para este análisis vienen definidos también por la Ley de Mercado de Valores, donde se requiere esencialmente el análisis y evaluación de la información administrativa y financiera proporcionada por el originador referente a los flujos o patrimonio autónomo a configurarse, reforzando así la estructuración financiera de la emisión.

Habiendo revisado toda esta información la calificadora emite una clasificación para dichos títulos que será pública y de conformidad con el nivel de riesgo que ésta posea.

---

<sup>73</sup> Consejo Nacional de Valores, 2006, Codificación de Resoluciones Expedidas, Resolución No. CNV-008-2006, Art. 5, Ecuador.

Una vez concluida la autorización y la calificación se procederá a la emisión de los títulos y su inscripción en la bolsa de valores para su posterior colocación como oferta pública dentro de la rueda de bolsa. Al quedar inscritos dichos títulos en el mercado primario, puede llevarse a cabo el proceso de promoción y posterior colocación en el mercado secundario, esto finalmente otorgando la liquidez deseada por parte de los emisores a dichos títulos por medio de los promotores y operarios de bolsa a fin de generar el círculo de la renegociación de dichos títulos.

Cabe destacar que este procedimiento debe ser presentado por el agente de manejo a la entidad pertinente.

### **2.2.7. Calificación.**

Como se había indicado, los valores antes de ser negociados de alguna forma deben contar con una calificación de riesgo emitida por las calificadoras de riesgo legalmente establecidas y autorizadas para tal efecto. Según el artículo 151 de la Ley de Mercado de Valores, todos los valores consecuencia de una titularización deben ser calificadas por lo menos una vez y al emitirse dicha calificación de riesgo, la calificadora está en la obligación de motivar dicha calificación de acuerdo a los factores que se tuvieron en cuenta para otorgarla, además de referirse a la legalidad y forma de la transferencia de los bienes, “flujos” en este caso, al patrimonio independiente.<sup>74</sup>

Por lo cual, definimos a las calificadoras de riesgo como compañías especializadas para realizar análisis técnicos e independientes sobre la calidad del riesgo crediticio sobre los emisores de valores o sobre los valores a negociar<sup>75</sup>. Estas calificaciones auxiliarán a los inversionistas en el proceso de diferenciación de los niveles de riesgo y a la posterior toma de decisiones según sus necesidades.

Las calificaciones posibles, son las siguientes:

- AAA: Es la calificación más alta de la escala nacional e indica la relación que posee el patrimonio autónomo con su excelente capacidad para generar flujos de los fondos

---

<sup>74</sup>Cfr. Artículo 151 de la Ley de Mercado de Valores de Ecuador

<sup>75</sup>Cfr. <http://www.espol.edu.ec/archivo/file/475.pdf>. 18 julio de 2012

esperados y proyectados, y del riesgo que, en este caso, es mínimo al momento de tener que responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.

- AA: Corresponde a la relación que posee el patrimonio autónomo con su muy buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados, o proyectados y del riesgo que, en este caso, es un poco mayor que al de la calificación AAA, esto al momento de tener que responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
- A: Corresponde a la relación que posee el patrimonio autónomo con su buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y del riesgo que, en este caso, es un poco mayor que al caso de la calificación AA, esto al momento de tener que responder por las obligaciones establecidas en los contratos de la emisión.
- B: Corresponde a la relación que posee el patrimonio autónomo con su “capacidad” de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y del riesgo que, en este caso, es un poco mayor que al de la calificación A, esto al momento de tener que responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
- C: Corresponde a la relación que posee el patrimonio autónomo con su mínima capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y del riesgo que, en este caso, es un poco mayor que al de la calificación B, esto al momento de tener que responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
- D: Corresponde a la relación que posee el patrimonio autónomo con su mínima capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y el prevenir acerca del riesgo de la posibilidad de que no pueda responderse por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.
- E: Que es la calificación más baja en la escala nacional; la cual corresponde a la incapacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y a la incapacidad de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión. En estos

casos el emisor se encuentra en estado de suspensión de pagos, o no cuenta con activos suficientes para cubrir sus obligaciones, o se encuentra en proceso de liquidación.<sup>76</sup>

De esta manera, hemos establecido y comprendido los diferentes grados de calificación de riesgo que se pueden dar a las emisiones, según su capacidad de respuesta a las obligaciones que éstas contraen respecto de sus inversionistas. La aplicación de este tipo de escalas de valoración es una guía de apoyo de información fehaciente para los inversionistas, basada en la información aportada y valorada por las calificadoras de riesgo.

### **2.2.8. Objeto.**

La titularización siempre debe comenzar por la identificación de activos y de los valores que pueden ser usados para obtener recursos. Dichos activos representan derechos de pago en fechas futuras (cuentas por cobrar) y pueden estar compuestos por carteras de crédito, con garantía hipotecaria, prendaria y fiduciaria, carteras de arrendamiento financiero (leasing), carteras de tarjetas de crédito, carteras de títulos valores.<sup>77</sup>

En otras palabras es de suma importancia el establecer qué tipo de activos son capaces de incorporar derechos sobre flujos de ingresos futuros a fin de realizar una emisión de alto interés para los posibles inversionistas al momento de realizarse una oferta pública, ejemplos de estos procesos de titularización son aquellos generados, a partir de derechos de crédito o de cobro, presentes o futuros, de preferencia con garantías reales, y que sean capaces de generar flujos predecibles y periódicos.

### **2.2.9. Bienes o activos que son sujetos de titularización.**

Según el artículo 143 de la Ley de Mercado de Valores, los activos que existen o se espera que existan, que posean la expectativa de generar flujos futuros determinables, sea de

---

<sup>76</sup>Cfr. Muñoz Echeverría, Santiago Hernán, La Titularización como Instrumento de Financiamiento en Ecuador, Periodo 2000-2003, Tesis, PUCE, 2004, págs. 43- 45.

<sup>77</sup>Cfr. Campos, Erick F, Titularización: Beneficios, Riesgos y Calificación, Evaluando el riesgo. Artículo [www.Capitales.com](http://www.Capitales.com), 15 Marzo de 2012

fondos o derechos de contenido económico, podrán ser susceptibles del proceso de titularización. Adicionalmente, cabe mencionar la necesidad de que dentro de estos activos a titularizar no podrá pesar ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, prohibición de enajenar, de forma suspensiva o resolutoria, tampoco deberán existir pagos pendientes por concepto de impuestos, tasas o contribuciones especiales.

El mismo artículo menciona que se consideran activos susceptibles de titularización los siguientes: 1) valores representativos de deuda pública; 2) valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores; 3) cartera de crédito; 4) activos y proyectos inmobiliarios; y, 5) activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda.

Aunque de forma excepcional y mediante una norma expedida por el Consejo Nacional de Valores, la Superintendencia de Compañías puede autorizar la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes de los anteriormente señalados.<sup>78</sup>

Debemos tomar en cuenta que dentro de un proceso de titularización, los activos integrantes del patrimonio autónomo de propósito exclusivo son de naturaleza inembargable, por lo que no pueden ser sujetos de ningún tipo de medida precauteladora o preventiva por parte de acreedores, del agente de manejo o de sus inversionistas, sin embargo de que los acreedores de los inversionistas se encuentran facultados para repercutir respecto de los derechos y beneficios que les correspondían, en función de su inversión.<sup>79</sup>

Una vez que hemos puntualizado en la comprensión de los bienes o activos que según la ley pueden ser factibles de ser titularizados, pasaremos a mencionar los tipos de valores que en base a estos bienes a titularizar, pueden ser emitidos como respaldo a las obligaciones y derechos generados de este patrimonio con respecto a sus inversionistas.

---

<sup>78</sup>Cfr. Artículo 143 de la Ley de Mercado de Valores de Ecuador.

<sup>79</sup>Cfr. <http://www.bolsadequito.info/search/venta+de+acciones/feed/rss2/>, 01, Enero de 2012

### **2.3. TIPOS DE VALORES QUE PUEDEN EMITIRSE DENTRO DE UN PROCESO DE TITULARIZACIÓN.**

Los valores que pueden ser emitidos dentro de un proceso de titularización según la normativa ecuatoriana pueden ser de tres clases, en primer lugar, existen los valores de contenido crediticio que son aquellos en los cuales se crea un derecho respecto de sus inversionistas, derecho con el cual se podrá recibir la restitución del capital que se ha invertido además de los frutos producidos por este capital, es decir el rendimiento financiero, esto por medio de los recursos provenientes del fideicomiso mercantil, según los términos y estipulaciones que pesan sobre la emisión. Los activos que conforman este patrimonio de propósito exclusivo tienen por fin dar respaldo a las obligaciones o “pasivo” adquiridos por este patrimonio con respecto a sus inversionistas.

Como segundo tipo de valores tenemos a los de “participación” que son aquellos por los que, en relación a su inversión los inversionistas adquieren una “alícuota” o porcentaje proporcional que corresponde al monto de su participación dentro de la totalidad de los bienes comunes, que genera tanto derechos como obligaciones sobre este patrimonio de propósito exclusivo, en otras palabras otorga el derecho de participar tanto de los resultados, de las utilidades, como también crear la obligación de responder en el caso de las pérdidas, de dicho patrimonio respecto del proceso de titularización.

Finalmente, en tercer lugar existen los valores mixtos por medio de los cuales los inversionistas adquieren valores que combinan las características de los otros dos tipos de valores que mencionamos anteriormente, con sus respectivos términos y condiciones especiales para cada proceso de titularización.<sup>80</sup>

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, pueden ser nominativos o a la orden. Los valores de contenido crediticio o valores mixtos podrán tener 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. Estos valores también podrán estar representados por títulos o por anotaciones en cuenta. Cuando se emitan títulos, estos podrán representar uno o más valores.<sup>81</sup>

---

<sup>80</sup> Cfr. <http://www.supercias.gov.ec/Documentacion/Mercado%20Valores/Proteccion%20al%20inversionista/PreguntasYRespuestasFrecuentes.pdf>, 03 de marzo de 2.012

<sup>81</sup> *Ibíd.*, 03, marzo, 2012.

En otras palabras, podemos decir que existen tres tipos o clases de valores factibles de ser titularizados para su posterior negociación dentro del mercado de valores, los valores de contenido crediticio, que van enfocados directamente al capital, los valores de participación, que comprenden derechos reales sobre la compañía emisora y los valores mixtos, que otorgan ambas calidades.

#### **2.4. Ventajas de la titularización.**

La titularización es considerada como un mecanismo o procedimiento el cual genera la posibilidad de adelantar la captación de flujos futuros en el período de tiempo presente, mediante la transformación de activos ilíquidos o de lenta rotación, en activos líquidos e inmediatamente aprovechables. Si enumeramos los beneficios que este tipo de procedimiento puede llegar a generar dependiendo de su originador, podemos clasificarlos de la siguiente manera:

En el caso de que su originador sea una empresa, la ventaja se encuentra en lograr la ansiada liquidez basándose (en el caso de este estudio) en bienes (que son los flujos futuros) a titularizar, sin crear ni aumentar los pasivos de dicha empresa, además de ofrecernos la posibilidad de obtener una tasa inferior a la tasa activa del sistema financiero.

En el caso de que el originador sea un promotor de proyectos productivos la ventaja se observa en cuanto a la facilitación en el desarrollo de los proyectos. Además de otorgar a los inversionistas del mercado de capitales la posibilidad de volverse socios de estos mismos proyectos productivos con fines de desarrollo, éste, al igual que en el caso de las empresas, nos posibilita el obtener tasas preferenciales, o en otras palabras inferiores a la tasa activa del sistema financiero.

En el caso de que su originador sea una institución del sistema financiero la ventaja consiste en la reducción del requerimiento respecto del patrimonio técnico al canjear activos de menor liquidez como por ejemplo la de cartera de créditos, por activos líquidos como dinero en efectivo, para el mejor desenvolvimiento en la presentación de sus servicios, su expansión o para el cumplimiento de las necesidades del giro de su negocio.

En caso de que el originador sea el Estado, la ventaja se encuentra en la vital posibilidad de generar mayor desarrollo de las obras públicas en base a recursos del sector privado, la posibilidad de reinversión en el aparataje estatal, además de ayudar al financiamiento de proyectos sociales, como por ejemplo el desarrollo de proyectos de vivienda popular, todo esto en conjunto con la facilidad de obtener una reducción de tasas de interés y ampliación de plazos, especialmente en crédito hipotecario.<sup>82</sup>

En el caso de las ventajas para el inversionista podemos considerar: una ganancia de retorno superior a la de las tasas pasivas por ejemplo en el caso de un depósito bancario, la consideración de que el riesgo se encuentra separado del desempeño o riesgo del originador, la implementación de mecanismos de garantía propios del inversor los cuales pueden verse acompañados de los mecanismos de garantía de la propia emisión, y la conveniencia de la posibilidad de renegociación de los títulos valores adquiridos. Además de existir la posibilidad de diseminación del factor riesgo, entre varios inversores.

Pero desde una visión más profunda, podemos puntualizar las principales ventajas de participar en procesos de titularización, de las cuales mencionamos las siguientes:

- Liquidez sin crear ni aumentar pasivos.
- Apalancamiento (ampliar la base del negocio).
- Racionalización de costos de financiamiento.
- Aislamiento de riesgos (los activos que salen del balance del originador no forman parte del balance del fiduciario).
- Mejora la estructura del balance.
- La calificación de riesgo y los índices de crecimiento del originador son diferentes a los de la calificación de la titularización.
- Presencia en el Mercado de Valores, publicidad y crecimiento de negocios.
- El valor es definido por el mercado.

---

<sup>82</sup>Cfr:<http://www.supercias.gov.ec/Documentacion/Mercado%20Valores/estadisticas/Costos%20de%20Emisiones/4%20Costos%20de%20Procesos%20de%20Titularizacion.pdf>, 20 junio de 2012

- Por ser una inversión de alta calidad, por su bajo riesgo, mejor categoría crediticia y mayor rendimiento que los certificados, han atraído un mayor número de inversionistas, en particular institucionales.<sup>83</sup>

Un claro ejemplo de las ventajas de una titularización de flujos futuros exitosa, es el caso de Gas & Electricidad S.A. en su titularización de flujos futuros para la conexión de gas vehicular y domiciliario para la ciudad de Sucre en donde la Sociedad de Titularización S.A. Patrimonio Autónomo GAS ELECTRICIDAD-NAFIBO 008 Primera PYME en realizar una titularización, realiza este procedimiento de financiamiento con los flujos provenientes del ingreso diario de dinero por la venta y distribución de gas natural (vehicular/domiciliario) y otros relacionados al giro del negocio de Gas & Electricidad S.A. con un monto de emisión de US\$ 2.300.000, y un monto titularizado de US\$ 2.911.000 con un plazo estipulado de 5 años (60 meses) con un flujo promedio cedido por mes de US\$ 48.517 y con una calificación de riesgo tipo “A/A-” otorgada por la calificadora Pacific Credit Ratings.<sup>84</sup>

En otras palabras podemos observar la versatilidad y abundancia de las ventajas que ofrece la utilización de procesos de financiamiento alternativos como es la titularización a los métodos tradicionales; dichas ventajas comprenden, además, el no incremento contable de los pasivos de una empresa.

Una vez que hemos enumerado las múltiples ventajas que produce el proceso de la titularización dependiendo de quién sea su originador y sus ventajas generales, pasaremos a explicar cómo es que éste proceso tan ventajoso se desarrolla, a fin de entender su funcionamiento, su puesta en común, transferencia, emisión, los efectos de mejoramiento de crédito y su puesta en tramos.

## **2.5. EL PROCESO DE LA TITULARIZACIÓN.**

---

<sup>83</sup>Cfr. Borja Gallegos, Ramiro Alfonso, La Fiducia o Fideicomiso Mercantil y la Titularización, Editorial Jurídica del Ecuador, Quito, 1995 págs. 92-94.

<sup>84</sup>Cfr. <https://www.bves.com.sv/fiab/docs/pdf/titularizaciones.pdf>, 14 de junio de 2.012.

La titularización es el proceso jurídico mediante el cual las expectativas de flujo de fondos futuros se materializan por medio de títulos valores con la capacidad de ser negociados hoy. El proceso de desarrollo de una titularización debe iniciarse mediante la conformación del patrimonio autónomo mediante, atendiendo al objeto de estudio de esta tesis, la transferencia de bienes o activos por medio de un contrato de fiducia mercantil irrevocable. Estos procesos de titularización podrán llevarse a cabo a través de los mecanismos de fondos colectivos de inversión o de fideicomisos mercantiles.

### **2.5.1. Puesta en común y la transferencia.**

La puesta en común y la transferencia nace en razón de la necesidad de una compañía de aumentar su capital, reestructurar su deuda y ajustar su sistema financiero, bajo sistemas tradicionales financieros corporativos. En este proceso una empresa posee tres opciones para obtener capital nuevo, la primera opción es la de recurrir a un préstamo bancario, la segunda tradicionalmente es la de emitir bonos; en ambos casos, préstamo o financiamiento por medio de bonos, el método a menudo es prohibitivo debido a que pasa a depender de la calificación crediticia respecto de la empresa y esto conlleva a la consiguiente subida de tasas de interés, y la tercera opción es la de emitir acciones, que poseen un efecto indeseable a la par de su uso que es el deterioro de la propiedad y el control sobre la empresa<sup>85</sup>.

En otras palabras, nos referimos a la decisión realizada por parte de las compañías de la aplicación de uno o varios de los diferentes procesos de financiamiento usuales o también llamados “tradicionales” como por ejemplo los préstamos bancarios o la venta de capital accionario a fin de buscar una solución para el problema de la falta de liquidez (a pesar de usuales inconvenientes que estos pueden acarrear a sus usuarios), así como la aplicación de nuevas alternativas de financiamiento, como aquella de la que trata el presente trabajo de investigación.

---

<sup>85</sup>Cfr. Muci Facchin, Gustavo; Ponte, Rafael Martín, 2004, Regulación bancaria, Fundación Banco Mercantil, Caracas, Pág. 143.

### **2.5.2. Emisión.**

Según mi entendimiento, la emisión se entiende como la compra de los activos, en la que los bienes valores permiten financiar dicha compra, en este caso los inversionistas compran los títulos, ya sea a través de una oferta privada (dirigida a inversores institucionales) o en el mercado abierto. El rendimiento de los valores es directamente relacionado con el rendimiento de los activos. Las agencias de calificación de tasa crediticia de los títulos que se publican para proporcionar una perspectiva externa sobre las obligaciones que se crean, ayudan al inversor a tomar una decisión más informada.

Para el desarrollo del proceso de la emisión el artículo número 7 del Reglamento sobre Procesos de Titularización aplicable a Originadores de Derecho Privado menciona que, el procedimiento para la autorización de la emisión de valores derivados de un proceso de titularización; en primer lugar, se debe efectuarse la oferta pública de estos valores y se lo hará mediante un fideicomiso mercantil o fondo colectivo de inversión; y, según el mecanismo utilizado, deberá presentarse toda la información pertinente detallada ante la Superintendencia de Compañías, mencionando la responsabilidad de su elaboración, análisis y verificación de parte de la Administradora de Fondos y Fideicomisos.<sup>86</sup>

### **2.5.3. Como la titularización mejora el crédito y su división por tramos.**

Los títulos generados dentro de un proceso de titularización son considerados como una forma de reforzar al crédito, es decir que la calidad crediticia factible para esos títulos crecerá superando el valor inicial de la deuda, sin necesidad de poseer una garantía emitida por parte del originador ni del conjunto de activos o flujos que nacidos de esta titularización se generen o que dependan de ella. Esta característica aumenta las probabilidades de que los inversionistas de dicho procedimiento obtengan las ganancias, o dicho de otra forma los flujos de efectivo que les corresponden en proporción a su inversión.

---

<sup>86</sup>Cfr. Consejo Nacional de Valores, Resolución CNV.008.2001, Reglamento sobre Procesos de Titularización Aplicable a Originadores de Derecho Privado, artículo 7.

Respecto de la división de dichos títulos en tramos, los títulos a negociar usualmente pueden encontrarse divididos en varios “grupos” de acuerdo a sus particularidades como sus grados, el nivel de protección de crédito o también pueden encontrarse divididos por su tipo de calificación de riesgo, o inclusive en algunos casos por los beneficios que generan y por plazos de cumplimiento.

La importancia de estas divisiones y separaciones por tramos es principalmente que las clases superiores de acuerdo a la calificación, serán las primeras en tener derecho sobre los frutos provenientes de las negociaciones de dichos bienes comprendidos en este patrimonio, así como de responder en el mismo orden por las obligaciones contraídas. Este efecto de cascada entre las clases, se refiere a menudo como una cascada de flujo de caja.

Otro tipo de mejoras es la subordinación de la emisión, hace referencia a la acción del originador o un tercero de suscribir una porción de los valores emitidos, con la finalidad de que esta porción responda hasta ser agotada por los posibles siniestros o faltantes de activos, que de forma eventual puedan suceder, en función al desenvolvimiento de las obligaciones principales. La función de estas emisiones subordinadas es que, mientras la porción colocada entre el público cancela de forma prioritaria los intereses y el capital y éste no sea cubierto en su totalidad estas emisiones puedan satisfacer lo faltante de dicha obligación.<sup>87</sup>

La reserva o cuenta de difusión, es aquella cuenta que se obtiene de los fondos restantes después de deducir gastos como por ejemplo: el pago del capital principal, intereses, amortizaciones y otros gastos que han sido pagados, ésta se puede utilizar cuando los gastos superan a los ingresos. Dicho en otras palabras, es una cuenta de respaldo o “colchón” utilizado para el pago de las obligaciones contraídas, en el caso de que dicha emisión no rinda los frutos esperados o acumule obligaciones mayores de las que pueden responder con el propio patrimonio autónomo.

Estos fondos en efectivo o cuenta de garantía, generalmente constan de corto plazo, las inversiones de alta calificación ya sea con fondos propios del vendedor, o

---

<sup>87</sup> *Cfr.* Art 150, Consejo Nacional de Valores, 2001, Reglamento Sobre Negocios Fiduciarios, Resolución CNV-004-2001, R.O. 321 08-05-2001, Ecuador.

fondos prestados por terceros, pueden ser utilizados para compensar el déficit en los flujos de efectivo prometidos.<sup>88</sup>

Estas fuentes de seguridad, respecto de la emisión, efectivamente reflejan mayores garantías en cuanto a la capacidad de respuesta de las obligaciones asumidas por la emisión y así mismo persuaden de forma más efectiva la entrega de capital por parte de los inversionistas potenciales, además de crear una certeza en el cumplimiento de las obligaciones por parte del emisor, lo que crea una imagen de confianza dentro del mercado.

## **2.6. ADMINISTRACIÓN.**

El administrador es la entidad encargada de la administración, custodia y conservación de los bienes integrantes del patrimonio autónomo, así como de la recopilación y transferencia al agente de manejo de los flujos generados por el patrimonio autónomo, éste según su desempeño puede afectar significativamente a los flujos de efectivo que serán percibidos por los inversores (aumentando o disminuyendo los ingresos recolectados, los compromisos de carga y la recuperación de los préstamos) por lo que es una parte significativa dentro del proceso de la titularización. Cabe añadir que cualquier ingreso generado que resulte después de los pagos y gastos suele ser acumulado hasta cierto punto en una cuenta de reserva o propagación, que una vez concluido el negocio jurídico de la titularización será devuelto al emisor.

En otras palabras tomamos al administrador como el responsable directo tanto del mantenimiento y custodia de los bienes, como del manejo de las transacciones que posean cargo sobre el patrimonio autónomo con cargo a percibir una remuneración pactada previamente dentro del contrato de constitución.

## **2.7. ESTRUCTURAS DE PAGO.**

La mayoría de las titularizaciones son amortizadas, es decir, que poseen “reducciones en el valor de los activos o pasivos para reflejar en el sistema de contabilidad cambios en el

---

<sup>88</sup> Allan, Mercado de Valores, Comisión Nacional de Valores de Panamá, 2.007, Pág. 581.

precio del mercado u otras reducciones de valor.”<sup>89</sup> Con estas amortizaciones, los costos de la inversión pueden inclusive ser divididos entre todos los años de uso de la misma inversión.

Esto permite que el monto del capital prestado se devuelva gradualmente en el plazo previsto del crédito, en lugar de que se lo haga en un solo pago al vencimiento del préstamo. Las titularizaciones de amortización completa, suelen garantizarse con activos totalmente amortizados, como préstamos con garantía hipotecaria, préstamos para automóviles y préstamos estudiantiles.<sup>90</sup> Una estructura de amortización controlada de este modo ofrece a los inversores un plan de pagos más previsible.

## **2.8. RIESGOS PRINCIPALES EN LA TITULARIZACIÓN.**

“Riesgo” económicamente hablando hace referencia al “desconocimiento” producido en el rendimiento de una inversión, esto debido a un gran número de factores económicos como por ejemplo, las políticas de gestión de la empresa, la aparición de nuevos competidores, cambios en las políticas u ordenamientos legales favorables o desfavorables.<sup>91</sup>

Esta clase de riesgo podría potencialmente convertirse en una causal de pérdidas dentro de un corto espacio de tiempo, por ejemplo por una posible entrada en el mercado de un producto más avanzado y asequible que el de la empresa en cuestión, desembocando en grandes pérdidas para la empresa<sup>92</sup>.

Los principales riesgos dentro de todo proceso de la titularización involucran:

**1) Riesgo de crédito:** se refiere a la posibilidad del incumplimiento del pago por parte de los deudores, afectando de manera substancial a las proyecciones financieras realizadas en el estudio técnico previo a la emisión, dentro de este ámbito se incluye el riesgo por mora, (que es el pago realizado a destiempo), el riesgo de pérdida (que se refiere al no pago

---

<sup>89</sup>Economic, [www.e-economic.es](http://www.e-economic.es), 19 de julio de 2.012.

<sup>90</sup>Cfr. Superintendencia de Valores, La Titularización en Colombia: Una ventana hacia la modernización financiera, superintendencia de Valores, Bogotá, 1997. Pág. 184.

<sup>91</sup>Cfr. [http://www.euroresidentes.com/empresa\\_empresas/diccionario\\_de\\_empresa/finanzas/r/riesgo-economico.htm](http://www.euroresidentes.com/empresa_empresas/diccionario_de_empresa/finanzas/r/riesgo-economico.htm), 19 de junio de 2.012.

<sup>92</sup>Cfr. Mascareñas, Juan, monografías Juan Mascareñas sobre finanzas Corporativas, Riesgos Económico y financiero, ISSN: 1988-1878, Madrid, 2008, Pág.1-6.

definitivo de la totalidad como de una parte por razones intrínsecas por parte del deudor como por ejemplo: la insolvencia, el riesgo del prepago, (en este tipo nos referimos a la posibilidad que tiene el deudor de pagar sus deudas antes del plazo que originalmente había sido pactado, aprovechando una disminución en las tasas de interés). Esto distorsiona el flujo de efectivo proyectado inicialmente, con base en el cual se estructuran las maduraciones de los títulos<sup>93</sup>.

Para solventar este riesgo la responsabilidad puede trasladarse en cierta proporción a los inversionistas, mediante la creación de títulos que permitan su amortización en un plazo menor al que fueron emitidos, otra forma es mediante la reinversión de los recursos que han sido pre pagados, mientras llega la maduración del título. Aun así el riesgo únicamente recae en la menor percepción de las ganancias esperadas mas no de una pérdida del capital invertido.

**2) Riesgo de tasa de interés:** se presenta cuando las fluctuaciones en el mercado generan diferencias a favor o en contra del fideicomiso y del inversionista. Estas diferencias dependen de la tasa de interés pactada en los títulos, en las cuentas por cobrar objeto de titularización, de la frecuencia de ajuste de tasas (si es que se pueden ajustar), y de la sensibilidad de los activos fideicomitidos ante cambios en las tasas de interés. A manera de ejemplo, si las tasas de interés de mercado suben de manera inesperada, y el proceso de ajuste de las tasas de los títulos valores ocurre a una mayor velocidad que el de las cuentas por cobrar, el fideicomiso incurriría en pérdidas, ya que el margen financiero se reduce. Por otro lado, si las tasas de mercado suben, y las cuentas por cobrar están pactadas a una tasa ajustable y los títulos a una fija, el fideicomiso gana. Lo anterior indica, que el resultado que se obtenga depende de los factores mencionados, por lo que se debe analizar cuidadosamente las características de la titularización, a la luz de los diferentes escenarios posibles.<sup>94</sup>

**3) Riesgo de muerte de los deudores,** este riesgo conlleva, como su nombre lo indica, el fin de la existencia física del deudor, usualmente este riesgo se debe tomar en cuenta si la

---

<sup>93</sup>Cfr. Abuja Rodríguez, María Gabriela; Meza Muñoz, Raquel Elizabeth, La Titularización inmobiliaria como una nueva alternativa de inversión y financiamiento para el sector privado de la construcción , Tesis, Escuela Politécnica Nacional, Quito, 2006, pág. 105

<sup>94</sup>Cfr. <http://www.capitales.com/riesgo/articulos/nota-tecnica.html>, 05 julio de 2012

naturaleza de la emisión es de largo plazo, ya que se corre el riesgo del no pago de una parte o de la totalidad de lo debido.

## **2.9. COSTOS DE LA TITULARIZACIÓN**

Una vez que ya hemos mencionado algunos de los riesgos que comprende el proceso de la titularización es pertinente también mencionar de forma general los costos que se generarán a razón del proceso de la titularización, ya que estos siempre dependerán tanto de la estructuración que se dará al proceso, como del monto de la emisión y del patrimonio autónomo.

Los costos que afectarán a todo proceso de titularización se dividen en dos tipos: costos de emisión y costos de colocación; los costos de emisión comprenden: en primer lugar,

**A) Costo de la estructuración;** esta proyección de costo dependerá del tipo de titularización y de su estructuración, (esta función generalmente se encuentra a cargo de las casas de valores a través de sus servicios de asesoría).

**B) Costos del agente de manejo y costo del agente pagador;** ambos comprenden costos previamente pactados para la administración efectiva del proceso de titularización, que comprenden así mismo los pagos, que estarán a cargo de la administradora de fondos y fideicomisos.

**C) Costo de la calificación de riesgo;** el cual será establecido de mutuo acuerdo respecto a la calificación inicial, pero en éste deben también tomarse en cuenta los costos adicionales de los procesos de revisión.

**D) Costo de Auditoria Externa;** el cual debe ser previsto de forma anual, mismo que varía de acuerdo al plazo de vigencia de la titularización.

**E) Costos de Custodio;** costo que se mantiene por el total de la vigencia de la emisión, y de común acuerdo, que generalmente es realizado por medio del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVAL) o por una entidad financiera.

**F) Costo de inscripción en el registro de mercado de valores;** existen dos costos a considerar dentro de esta clasificación, el primero de estos es el de contribución de fideicomisos mercantiles, el cual es pagadero de forma anual y varía en función del monto del patrimonio del fideicomiso; el segundo valor es el denominado “tarifa” que establece un pago único del 0.5 por mil del monto total de la emisión y con un máximo de 2.500 dólares, por concepto del registro de la emisión en el Registro del Mercado de Valores.

**G) Costo de interés del inversionista;** otro costo importante dentro del proceso de constitución de una titularización es el interés que va a pagarse a los inversionistas que compren los títulos emitidos. Este interés será determinado por el estructurador financiero y generalmente es un interés igual o menor al que pagaría una institución financiera por la apertura de una inversión o depósito a plazo fijo.<sup>95</sup>

Y en el caso de tratarse de una emisión de mercado primario debemos sumar a esto los costos de:

**A) Costo de inscripción en la bolsa de valores;** el valor de esta inscripción se encuentra fijado en un pago único del 2 por 10.000 sobre el activo del patrimonio, adicionado de los pagos anuales de la cuota de mantenimiento.

**B) Costo de comisión por negociación primaria;** que son los valores pagaderos, también llamados “comisiones” en el caso de la Casa de Valores, a razón de su servicio de intermediación, pactados de mutuo acuerdo en cuanto a los costos de la Bolsa de valores, las tarifas son diferentes según quien realice el proceso de negociación.<sup>96</sup>

Debemos entonces recalcar la necesidad de tomar en cuenta todos estos costos los cuales se generaran a razón del procedimiento de titularización, tanto dentro del contrato de constitución como en el presupuesto y en la consideración de la relación de costo beneficio que implica todo negocio mercantil, dichos costos variarán por supuesto dependiendo de los montos de emisión tomando en cuenta que las ganancias generalmente guardan una

---

<sup>95</sup>Cfr. Hidalgo Revelo, Marlon, Tesis, Universidad Andina Simón Bolívar, Determinación de la viabilidad financiera para la constitución de fideicomisos de titularización de proyectos inmobiliarios y para la instrumentación de créditos bancarios con garantía hipotecaria como mecanismos de obtención de liquidez para la construcción de proyectos inmobiliarios en el Ecuador, Quito, 2011, pág. 49.

<sup>96</sup>Cfr. Ibídem, págs. 127-131.

relación directa con los montos invertidos, ya que podemos decir que entre más se invierta, aumentan las posibilidades de generar mayores beneficios así como ganancias.

## **CAPÍTULO III:**

### **EL FIDEICOMISO MERCANTIL**

Después de haber analizado en el capítulo anterior los aspectos generales que comprenden el proceso de la conversión de activos o “flujos” a títulos representativos de valores mediante el proceso de titularización, con el fin de conseguir liquidez para el giro del negocio que haya determinado su originador. Pasaremos a comprender mejor el proceso de la negociación de estos títulos, para ello es necesario primero comprender el cómo estos títulos pasan a conformar parte de un fideicomiso con el fin específico de utilizarse en este proceso de negociación, por lo que, comenzaremos por conocer su significado para después pasar a su mecánica de funcionamiento.

#### **3.1 CONCEPTO DE FIDUCIA.**

Este instrumento jurídico de limitación de dominio nace regulado por el derecho Romano y el Anglosajón, basado, en su totalidad, en el acuerdo de voluntades y en la confianza que existía entre las partes, en particular en la confianza sobre la persona la cual ejercía la propiedad fiduciaria. La palabra fiducia proviene del vocablo latino *fides*, el cual hace referencia a la fe. Este método jurídico de limitación al dominio se aplica por medio del contrato de fideicomiso de acuerdo a su fin que puede ser civil o mercantil.

En otras palabras, el origen del fideicomiso se halla en la fiducia; el fideicomiso es el acto jurídico por el cual una de las partes recibe de la otra un bien y ésta, a su vez, se obligaba a hacer uso de él, con un fin determinado y restituirlo una vez se haya cumplido dicho fin<sup>97</sup>; en la actualidad y gracias al desarrollo del capitalismo, este instrumento ha evolucionado así como sus parámetros regulatorios y solemnidades, de ahí que, en la actualidad el fideicomiso se encuentre definido como el negocio jurídico por el cual se constituye la propiedad fiduciaria, misma que puede encontrarse conformada tanto por un conjunto de derechos de propiedad como de otros derechos reales o personales, los cuales serán transmitidos por el fideicomitente al fiduciario para que éste los administre o ejerza de conformidad con las instrucciones contenidas en el fideicomiso, y lo restituya al

---

<sup>97</sup>Cfr. Julio C. Báez, Protección del Fideicomiso Financiero, Editorial Universidad, Buenos Aires, pág. 55.

cumplimiento del plazo o condición, y pase el beneficio a la persona designada dentro del contrato de constitución, misma que puede ser el mismo fideicomitente o un tercero beneficiario.<sup>98</sup>

Ésta (la fiducia) mediante el contrato de fideicomiso comprende un acto jurídico proveniente del fiduciante, basado en la confianza, y que puede poseer una finalidad lucrativa en el caso del fideicomiso mercantil o gratuita en el caso del fideicomiso civil. En el caso del fideicomiso mercantil se constituye mediante la creación de un patrimonio autónomo, compuesto por la transferencia de bienes muebles o inmuebles, presentes o futuros, a cargo y mantenimiento directo de la fiduciaria, con una finalidad y una condicionalidad determinada en razón de ser transferidos a uno o varios beneficiarios.

El fideicomiso como acto jurídico sintetiza múltiples relaciones jurídicas. Miremos brevemente, los elementos comunes a toda relación jurídica que se aprecian en el fideicomiso.

## **3.2. ELEMENTOS DE LA RELACIÓN JURÍDICA EN EL FIDEICOMISO**

### **3.2.1. La norma jurídica positiva**

Para que se configure cualquier tipo de relación jurídica es necesaria la existencia previa de una norma jurídica la cual sustente dicha relación; una norma jurídica positiva comprende un grupo de normas jurídicas o reglas positivas las cuales tienen como fin el regular una sociedad y se encuentran dotadas de dos características principales, en primer lugar, su validez, ya que deben encontrarse en conformidad a las normas jurídicas de grado superior y su carácter coercitivo, que es el hecho que permite el empleo de la fuerza como medio de observancia de los preceptos establecidos en ellas. En nuestra legislación, las normas que regulan al fideicomiso mercantil se encuentran contenidas en la Ley de Mercado de Valores, a partir del artículo 109.

### **3.2.2 Los sujetos de Derecho**

---

<sup>98</sup>Cfr. Armellini Di Santi, César A, [www.derechocomercial.edu.uy/](http://www.derechocomercial.edu.uy/), 20 de julio de 2.012.

Los Sujetos de Derecho involucrados en la relación jurídica del fideicomiso pueden ser tanto personas naturales como jurídicas de forma individual o conjunta, esta relación jurídica crea un vínculo directo el cual produce efectos jurídicos de interés tanto para dichos intervinientes como para otros sujetos (los cuales no se encuentran vinculados directamente) a los cuales se los denomina terceros.

En todo caso, señalamos como principales Sujetos de Derecho a los intervinientes directos en el contrato de fideicomiso que son: el fiduciante o fideicomitente, que es la parte que transfiere al patrimonio autónomo los bienes que conforman el fideicomiso; el fiduciario, que es a quien se transfieren los bienes para su administración, en base al principio de confianza; el beneficiario, que es la persona en cuyo beneficio se constituye el fideicomiso, sin embargo de que, éste puede no ser el destinatario final de los bienes en cuyo caso se tomará en cuenta también al fideicomisario, que será el destinatario final o natural de dichos bienes.

### **3.2.3 Un hecho jurídico como hipótesis o supuesto de la norma.**

La hipótesis normativa es el hecho o conjunto de hechos a cuya realización la norma asocia una determinada consecuencia jurídica, que puede ser positiva o negativa. Recibe también el nombre de antecedente jurídico o hecho condicionante. Las características necesarias para que se configure el hecho condicionante son:

1º Debe ser un hecho jurídico, esto se refiere a un hecho que produzca consecuencias jurídicas y que es llamado como tal cuando la norma jurídica lo indica.

2º Este hecho condicionante puede ser un hecho de la naturaleza (por ejemplo: el hecho de nacer) o un hecho del hombre (por ejemplo: un cheque, o un delito), sin distinguir estos últimos si son o no con la intención de producir efectos jurídicos.

3º El hecho condicionante admite tanto los sucesos de la realidad, factores, situaciones o calidades, esto es, circunstancias dadas en la realidad con cierta permanencia ya calificadas jurídicamente con otras normas.

4º El hecho condicionante puede ser simple o complejo, atendiendo si forman parte de él una o muchas circunstancias.

La hipótesis normativa que trata sobre el fideicomiso mercantil se encuentra contenida en el artículo 109 de la Ley de Mercado de Valores, misma que supone los siguientes elementos: 1) La celebración de un contrato en el que intervienen uno o más constituyentes. 2) Que por intermedio de dicho contrato, se genere la transferencia temporal e irrevocable de la propiedad de ciertos bienes que existen o que se espera que existan. 3) La constitución de un patrimonio autónomo con personalidad jurídica, el cual deberá cumplir con las finalidades específicas fijadas en el contrato de constitución, por intermedio del fiduciario. 4) El cumplimiento de los fines constituidos en el contrato de fideicomiso, los cuales se verán reflejados en beneficios para el mismo constituyente o un tercero determinado por él.

### **3.2.4. Correlatividad entre derecho y deber.**

En toda relación jurídica una de las partes posee la facultad de exigir algo (sujeto activo), mientras que la otra tiene la obligación de cumplir dicha exigencia (sujeto pasivo). En otras palabras, podemos decir que, el sujeto denominado “activo” es titular de un derecho subjetivo, y el sujeto denominado “pasivo” es el que se encuentra sometido al cumplimiento del deber jurídico pactado, que en este caso se denomina obligación.

El derecho subjetivo es, la facultad de exigir algo de alguien, como lo es el: dar, hacer o no hacer una cosa, a consecuencia de una norma jurídica existente. Éste derecho se manifiesta de diversas maneras: en primer lugar, como una libertad, ya que el titular puede optar entre ejecutar un determinado hecho o no; en segundo lugar, como pretensión, esto es, exigir el cumplimiento de un deber por otro sujeto; en tercer lugar, como poder jurídico, es decir, con el fin de crear derechos y obligaciones, mediante el ejercicio de la autonomía de la voluntad y así crear relaciones jurídicas; y en cuarto lugar, como el derecho al cumplimiento de la obligación por parte del sujeto pasivo, el cual no se extiende más allá de lo que la relación jurídica establece.<sup>99</sup>

---

<sup>99</sup>Cfr.: Alessandri Rodríguez, Arturo, Los Bienes y los derechos reales, Imprenta Universal, Santiago, 1987. Pág. 46

Por otra parte, el deber jurídico es entendido como una limitación a la libre voluntad de una persona, derivada de:

- a) Derechos subjetivos otorgados al sujeto pretensor, con la posibilidad de exigir algo del sujeto cuya voluntad se encuentra limitada por dicho deber jurídico y que implica la obligación de satisfacer su pretensión en otras palabras de cumplir con la obligación pactada.
- b) De las normas jurídicas las cuales crean deberes para sus regulados, sin por ello atribuir necesariamente derechos o poderes, un ejemplo de esto se visualiza en las Normas de Derecho Público, de las cuales surgen deberes, pero no los derechos subjetivos correspondientes; caso en el cual se denominará simplemente como deber jurídico.<sup>100</sup>

Con respecto de las particularidades del deber jurídico con relación al deber ser debe indicarse que, la conducta humana (prestación) se relaciona con el supuesto básico (hecho condicionante) de cumplirse la conducta en forma perfectamente igual a lo establecido en la norma. Si esto no ocurre, dicha conducta no estará vinculada jurídicamente con la prestación. Para Kelsen, la proposición deber ser, con la cual se define toda norma jurídica tiene una función sólo lógica, ya que ésta relaciona el antecedente con el consecuente, afirmando que si la hipótesis se realiza, la prestación debe ser dada por el sujeto obligado. La prestación debida (debe ser) muchas veces no es idéntica a la prestación efectiva, esto es, la que realiza efectivamente el sujeto obligado.<sup>101</sup>

La relación antes descrita, tratándose de los fideicomisos mercantiles, se entabla entre los sujetos que en ellos participan, pues, en el constituyente tiene el deber de traspasar el dominio de bienes propios a un patrimonio autónomo en la medida en que tiene derecho a recibir el beneficio de las finalidades establecidas en el contrato, o de exigir que el tercero designado por él lo reciba. El fiduciario tiene el deber de cumplir de la mejor manera su papel como medio para la consecución de los fines en la medida en que tiene el derecho a

---

<sup>100</sup>Cfr. Torre, Abelardo, Introducción al Estudio del Derecho, Abeledo – Perrot, Buenos Aires, 2002, Págs. 243 a 244.

<sup>101</sup>Cfr. Kelsen, Hans, Teoría pura del derecho, Editorial Universitaria de Buenos Aires, Argentina, 1960, Págs. 55-62.

percibir una remuneración por su intermediación; y el beneficiario, en general, tiene el derecho de exigir lo que le corresponda.

### **3.2.5. La consecuencia jurídica, garantía de la relación jurídica.**

La consecuencia jurídica es el medio coercitivo por el cual se garantiza el cumplimiento de las obligaciones contraídas, que usualmente reflejan una afectación económica u obligan al cumplimiento de determinadas acciones o abstenciones por parte de los intervinientes de la relación jurídica, las principales medidas o acciones a tomar en caso de incumplimiento en el fideicomiso son las siguientes:

- 1) El solicitar por la vía judicial el cumplimiento o pago de la obligación;
- 2) La exigencia de una indemnización para la reparación por daños y perjuicios,
- 3) La solicitud de acciones de conservación del patrimonio de la parte que ha incumplido a fin de evitar el estado de insolvencia fraudulenta;
- 4) Y finalmente, el pago de intereses o multas según los casos previstos en la ley.<sup>102</sup>

En otras palabras, entendemos a la consecuencia jurídica como una sanción la cual se aplica al sujeto pasivo, cuando éste falla en cumplir su obligación.

La ubicación sistemática de la sanción para algunos autores es discutible; ya que, por ejemplo, en la teoría de la norma jurídica aplicable ésta depende exclusivamente de su consecuencialidad (Kelsen<sup>103</sup> nos dice que no hay norma jurídica sin sanción); en cambio, otras teorías como por ejemplo la de la relación jurídica, plantean que puede existir normas jurídicas sin sanción (Hart, Raz, entre otros). Cabe añadir que en el caso puntual del fideicomiso dicha sanción comprende una consecuencia jurídica a causa del incumplimiento de las prestaciones<sup>104</sup>.

### **3.2.6. Características de la Fiducia.**

---

<sup>102</sup>Cfr. Cevallos Vázquez, Víctor, Manual de Derecho Mercantil, Editorial Jurídica del Ecuador, Ecuador, Ecuador, 2011, Pág. 232.

<sup>103</sup> Kelsen, Hans, Teoría pura del derecho, Editorial Universitaria de Buenos Aires, Argentina, 1960.

<sup>104</sup>Cfr. Kelsen, Hans, Teoría pura del derecho, Editorial Universitaria de Buenos Aires, Argentina, 1960, Pág. 71.

Existen varias características presentes en el modelo jurídico del fideicomiso, las principales de éstas son:

**1) La confianza;** es la característica esencial que ha acompañado a la fiducia a lo largo de su evolución en el tiempo, no sólo en el derecho romano, sino también en la usanza anglosajona.<sup>105</sup> En otras palabras, éste precepto de confianza es el vínculo de fé entre la fiduciaria y el originador del fideicomiso de que la fiduciaria soportará toda la figura jurídica del fideicomiso, así como de que se encargará de su exitoso desempeño y cumplirá con los fines establecidos en el contrato de constitución.

**2) El poseer una finalidad a cumplir;** porque todo negocio fiduciario se realiza en función a la existencia de una finalidad determinada, la cual es de vital importancia que se encuentre claramente detallada dentro del contrato fiduciario, así mismo es necesario el asegurarse de que todas las normativas legales reguladoras de los negocios fiduciarios, de las facultades concebidas en ellos, así como los derechos de sus usuarios, las obligaciones correspondientes a la fiduciaria, las atribuciones de las autoridades de administración y vigilancia entre otros, se encuentren encaminadas a facilitar de forma eficiente la finalidad señalada en el contrato de fideicomiso.<sup>106</sup>

**3) El encontrarse instrumentalizado;** éste es un medio para la realización de diferentes propósitos prácticos. La fiducia se caracteriza por ser un negocio que fácilmente se adapta a la realización de muchos fines determinados, (los cuales deben expresarse claramente en el contrato de fiducia como mencionamos anteriormente). En otras palabras son las diferentes herramientas (soportes jurídicos) empleadas y aplicadas para la ejecución y sustentación de actos realizados por las partes, un ejemplo de este tipo de instrumentos es el contrato.

**4) Su temporalidad;** ya que por su naturaleza la fiducia debe ser transitoria, la ley ha estipulado un límite de 30 años para el cumplimiento de la condición impuesta por el fideicomitente, este límite tiene la excepción de los fideicomisos constituidos a favor de

---

<sup>105</sup>Cfr. Sergio, Rodríguez Azuero, Contratos Bancarios, FELABAN, Bogotá, 1985. Pag.626-631.

<sup>106</sup>Cfr. Herrera Coello, Alex Paúl; Sánchez Escobar, Juan Carlos, El fideicomiso mercantil como forma de financiamiento para la construcción de viviendas en la ciudad de Quito y su impacto en el mercado de valores, Tesis, Escuela Politécnica Nacional, Ecuador, 2006, Pág. 35-40.

incapaces y entidades de beneficencia pública, utilidad común y cuando la muerte del fideicomitente es la causal de restitución.

**5) Que es esencialmente remunerado e *intuito personae***; remunerado porque existe una utilidad percibida por la fiduciaria, e *intuito personae* (en atención a la persona), ya que se celebra tomando en consideración tanto al constituyente como a la fiduciaria, es decir basándose en el conocimiento del cliente y de la fiduciaria.

En otras palabras el hecho de la confianza en el fideicomiso es de vital importancia ya que en ella se basa toda la mecánica de dicho negocio jurídico, el señalamiento de la temporalidad o vigencia, así como su finalidad y los diferentes tipos de condiciones (que pueden existir) dentro de la ejecución de un fideicomiso son puntos indispensables a determinar de la forma más exacta posible para el buen funcionamiento del fideicomiso así como del satisfactorio cumplimiento de la intención que se tuvo por parte del originador al momento de la constitución, así como la instrumentalización, regla, controla y permite el efectivo desarrollo del fideicomiso, a esto es necesario también el establecer la forma de remuneración en razón de la gestión de la fiduciaria ,así como que dicha entidad acepte la tarea encomendada a su cargo.

### **3.2.7. Elementos del fideicomiso mercantil.**

Lorenzetti<sup>107</sup> reconoce la existencia de seis elementos considerados como típicos dentro del fideicomiso:

- 1) la parte obligacional activa, que es la cual constituye el fideicomiso, esta parte puede tratarse tanto de una o varias personas naturales como jurídicas.
- 2) la parte obligacional pasiva, que recae sobre el sujeto obligado, a la administración y mantenimiento del fideicomiso, la fiduciaria.
- 3) La obligación de transmisión del dominio de los bienes sujetos a condición al fiduciario.

---

<sup>107</sup> Lorenzetti, Ricardo Luis, Tratado de los Contratos, Rubinzal Culsoni, Santa fe, 2000

- 4) Los bienes, muebles o inmuebles, corporales o incorporales sobre los cuales se constituye el fideicomiso, como por ejemplo dinero, valores u otros bienes.
- 5) Beneficiario o destinatario final.
- 6) Y la existencia de un plazo determinado de duración del contrato o condición predeterminada.<sup>108</sup>

De ahí que, la propiedad fiduciaria o dominio fiduciario compuesto de los elementos mencionados anteriormente es un derecho real, caracterizada por la “tradicón” del bien o bienes los cuales serán objeto del fideicomiso, ésta se instrumentará por intermedio de un contrato celebrado entre el fiduciario y el fiduciante, pasando a ser éste último el propietario del bien.<sup>109</sup> Además de que, en el contrato de fideicomiso mercantil se pueden apreciar dos clases de elementos, los **elementos estáticos** que son: 1) los sujetos: fideicomitente o constituyente, fiduciario y beneficiario, 2) el objeto: el bien o los bienes sobre los cuales recae el interés, y 3) el contenido, el cual comprende las actividades encaminadas a la satisfacción del interés, éstas están previamente consignadas en la ley y en el acto constitutivo; y los **elementos dinámicos** que son elementos variables de la relación jurídica según su cometido; estos son, el negocio jurídico unilateral en la fiducia testamentaria, o en su lugar el negocio jurídico bilateral tratándose del contrato de fideicomiso mercantil, el cual se emplea en la fiducia entre vivos, a través de la escritura pública.

En otras palabras el fideicomiso tradicional se encuentra compuesto por varios elementos característicos de esta metodología y necesarios para su eficiente funcionamiento, que son los sujetos obligados activo y pasivo, el primero es la parte originadora de la relación jurídica y accionante de la transmisión de la parte cuantificable y el segundo la parte encomendada del mantenimiento de dicha parte cuantificable (el patrimonio autónomo) y, finalmente, la parte beneficiaria de la relación jurídica; estas partes deberán ser acompañadas por las especificaciones de gestión, condicionalidad, vigencia y terminación.

---

<sup>108</sup>Cfr. Lorenzetti, Ricardo Luis, Tratado de los Contratos, Rubinzal Culsoni, Santa fe, 2000, pág. 304.

<sup>109</sup>Cfr.: Báez, Julio C, Protección del Fideicomiso Financiero, Editorial Universidad, Argentina, 2009, pág. 62

### **3.3. CARACTERÍSTICAS**

Podemos caracterizar al fideicomiso como:

- Un instrumento público abierto, también llamado “sin reserva” o un instrumento público cerrado o “con reserva”, la cual podrá levantarse por medio de una orden judicial.
- Realizado por medio de escritura pública en el caso de inmuebles u otros bienes que la exijan los cuales pasarán a conformar un patrimonio independiente.
- Que puede o no ser negociado, (depende de su finalidad).
- No es susceptible de embargo, ni de medidas preventivas de carácter irrevocable.
- Se encuentra regido por las disposiciones según el caso de la Ley de Mercado de Valores y el Reglamento sobre Negocios Fiduciarios.
- Siempre remunerado: según los términos de su constitución.
- Los réditos y el patrimonio deberán ser entregados al beneficiario el cual existe o se espera que exista, a la constitución o extinción, vencido el plazo o cumplida condición.

Adicionalmente podemos mencionar otras características propias del fideicomiso tales como: 1) La necesidad de confianza o conocimiento mutuo, tanto del constituyente como de la entidad fiduciaria. 2) La finalidad a cumplir que queda establecida desde el inicio para evitar posibles abusos. 3) El gestor profesional o fiduciaria, que es una entidad especializada y debidamente autorizada la cual maneja el fideicomiso. 4) La separación de bienes ya que el patrimonio de la fiduciaria y el patrimonio de los clientes se llevan en contabilidades individuales para cada uno. 5) La constitución de un patrimonio autónomo que según el artículo 109 de la Ley de Mercado de Valores es definido como el conjunto de derechos y obligaciones afectados a una finalidad y que se constituye como efecto jurídico del contrato (cada fideicomiso mercantil tiene una denominación peculiar señalada por el constituyente en el contrato a efectos de distinguirlo de otros que mantiene el fiduciario con ocasión de su actividad). 6) Temporalidad, ya que al terminar el contrato, la fiduciaria devuelve los bienes al constituyente o quien éste lo indique.

### **3.4. EL CONTRATO FIDUCIARIO**

Señalamos como contratos fiduciarios tradicionales a las dos clases preponderantes a través de la historia de evolución de dicho negocio jurídico, en primer lugar el contrato de encargo fiduciario, donde el fideicomitente conserva la propiedad de los bienes entregados a la fiduciaria y en segundo lugar, el contrato de fideicomiso mercantil donde el fideicomitente se desprende de la propiedad de los bienes que entrega, sacándolos de su patrimonio. Estos bienes entran a conformar un patrimonio autónomo que es administrado por la sociedad fiduciaria.<sup>110</sup>

En otras palabras en la modalidad del contrato de fideicomiso mercantil, el contrato se origina por la creación de un patrimonio autónomo como elemento esencial sujeto a las reglas de inversión y riesgo, y destino de este contrato, en éste existe la transferencia de bienes del patrimonio del constituyente al patrimonio autónomo destinado por este mismo, en este caso los bienes sí cambian de titular a diferencia del caso del encargo fiduciario en donde la propiedad no se ve afectada por la tradición.

### **3.4.1. Contrato de encargo fiduciario.**

El contrato de encargo fiduciario consiste en el otorgar el poder sobre determinados bienes al administrador para que éste a nombre del propietario realice actos que busquen mantener el buen estado de los bienes, mientras lleva a cabo los fines determinados por el constituyente en su tarea de administración.

La Ley de Mercado de Valores según su artículo 114 define al encargo fiduciario como:

el contrato escrito y expreso por el cual una persona el constituyente instruye a otra el fiduciario, de forma irrevocable y de carácter temporal y para que por cuenta de aquél, cumpla los fines determinados por éste como por ejemplo su gestión, inversión, tenencia o guarda, enajenación o disposición en beneficio del mismo constituyente o de un tercero llamado beneficiario.<sup>111</sup>

En otras palabras, en el modelo del encargo fiduciario se presentan todos los elementos subjetivos del fideicomiso, sin embargo a diferencia del fideicomiso mercantil en éste no

---

<sup>110</sup>Cfr.: García-Muñoz, José Alpiniano, Derecho económico de los contratos, Librería del Profesional, Bogotá, 2001. Pág. 473.

<sup>111</sup> Artículo 114 de la Ley de Mercado de Valores de Ecuador

opera la transferencia de dominio, ni se crea la ficción jurídica llamada patrimonio autónomo, constituyéndose en meramente un encargo de administración llevado a cabo por la fiduciaria.

### **3.4.2. Contrato de fideicomiso mercantil.**

Es aquel contrato por el cual se origina un patrimonio autónomo como elemento esencial sujeto a las reglas de inversión, riesgo y destino determinados en él. En éste existe la transferencia de bienes del patrimonio constituyente al patrimonio autónomo; en este caso los bienes sí cambian de titular a diferencia del encargo fiduciario como mencionamos anteriormente, por lo cual definimos al contrato de fideicomiso mercantil como el contrato escrito y expreso por el cual una persona, el constituyente transfiere la titularidad de bienes determinados a un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica y la representación de dicho patrimonio a otra, el fiduciario, de forma irrevocable y de carácter temporal para que por cuenta de aquél y según los fines onerosos establecidos en el contrato de constitución, administre y enajene dichos bienes en beneficio del mismo constituyente o de un tercero designado por éste llamado beneficiario.

En otras palabras, en el modelo del fideicomiso mercantil se crea la ficción jurídica llamada patrimonio autónomo, dicho patrimonio se encuentra representado por la fiduciaria, la cual en función de una remuneración gestiona el cumplimiento de los fines determinados dentro del contrato de constitución por el fideicomitente generando beneficios los cuales podrán ser percibidos por uno o varios beneficiarios.

En dicho contrato se constituyen como partes, el fideicomitente o constituyente a quien corresponde la carga de la transferencia de los bienes y la determinación del objeto; el fiduciario, persona jurídica constituida expresamente para ejecutar este tipo de contratos, quien administra o enajena el patrimonio fideicomitado en cumplimiento del encargo hecho por el fideicomitente, y el beneficiario, aquél en cuyo favor se celebró el contrato.

### **Tabla 1: Diferencias entre Fideicomiso Mercantil y Encargo Fiduciario**

	<b>Fideicomiso Mercantil</b>	<b>Encargo Fiduciario</b>
<b>Transferencia del Activo</b>	Existe transferencia del activo.	No hay transferencia, solamente existe encargo irrevocable.
<b>Patrimonio Autónomo</b>	Se conforma y tiene personalidad jurídica por mandato.	No se produce al no haber transferencia.
<b>Responsabilidad Tributaria</b>	Fiduciario mercantil es responsable como representante del fideicomiso, que actúa como agente de retención y percepción.	El fiduciario no es responsable por representación del constituyente.
<b>Otros efectos tributarios</b>	Al existir transferencia de propiedad las exenciones contempladas para las entidades públicas, no se extienden a favor de las actuaciones del fiduciario mercantil.	A lo haber transferencia, las exenciones públicas constituyentes del encargo se aplican.
<b>Efectos Contables</b>	Se produce un efecto contable derivado de la transferencia del activo.	No se produce efecto contable porque los bienes siguen siendo del constituyente del encargo.

Elaboración: Sandra Ledesma

### **3.5. CLASIFICACIÓN DEL FIDEICOMISO MERCANTIL.**

El fideicomiso mercantil, como se menciona en el artículo 109 de la Ley de Mercado de Valores, es definido como:

El contrato por el cual una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transferirán, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

A los negocios fiduciarios y fideicomisos mercantiles, en la práctica del mundo de los negocios, se les han dado ciertas denominaciones que los promocionan como verdaderos productos financieros. La denominación y clasificación de los fideicomisos no obedece a criterios uniformes, pero aun así, existen por ejemplo, el criterio de la función económica en el que se distinguen los fideicomisos de administración, inversión, garantía y

titularización de activos. Otro criterio utilizado es la naturaleza del bien objeto del negocio y del servicio que presta la fiduciaria, como son los fideicomisos inmobiliarios e inversión; el criterio de la naturaleza del fideicomitente, éste se clasifica en el fideicomiso público en donde el constituyente es una entidad estatal, en contraposición al fideicomiso privado cuyo fideicomitente es un particular.

En la legislación ecuatoriana, el Consejo Nacional de Valores mediante resolución No.004-2001 publicada en el R.O. 321 08-05-2001, expidió el Reglamento sobre Negocios Fiduciarios; en su artículo 17 clasifica a los fideicomisos mercantiles en: fideicomisos de garantía, administración, inmobiliario e inversión.

El fideicomiso en garantía de flujo de caja es una modalidad del fideicomiso en garantía en virtud del cual:

El fideicomitente transfiere en fideicomiso al fiduciario el derecho de percepción del precio o crédito por cobrar, para lo cual deberá ceder los derechos que emanan del correspondiente contrato de venta a plazo y, sucesivamente, las facturas de cada una de las ventas que se vayan dando durante la vigencia del fideicomiso, todo con base a cada uno de los contratos seleccionados y cuyos derechos han sido cedidos en fideicomiso<sup>112</sup>.

Así, el fideicomiso mercantil es usado también como forma de garantizar y asegurar el cumplimiento de los contratos.

Por otra parte, según el artículo 115 de la Ley de Mercado de Valores, las instituciones del sector público pueden ser constituyentes de un fideicomiso mercantil, siempre y cuando se sujeten al reglamento especial que para el efecto expida el Consejo Nacional de Valores. Y el artículo 116 *ibídem* permite que una entidad de derecho público financiero o de derecho público no financiero, pueda ser beneficiario de un fideicomiso mercantil o un encargo fiduciario. De ahí que el fideicomiso “público” puede ser definido como una modalidad de fideicomiso mercantil en el cual existe la posibilidad que una entidad de derecho público pueda celebrar contratos de fideicomiso mercantil (también pueden constituir encargos fiduciarios), para obtener un provecho propio o un tercero designado por la entidad.

---

<sup>112</sup> Pereira Orellana, Diego Fernando, Régimen Jurídico Tributario Municipal aplicable al Fideicomiso Mercantil en el caso ecuatoriano, Tesis, Universidad andina Simón Bolívar, 2004-2006 Ecuador. Pág. 25

“(…) en nuestro país existe una tendencia a pensar que un fideicomiso es público en función de la calidad pública o privada de su fiduciario; lo cual tampoco es correcto porque la calificación de público se da con relación al constituyente”<sup>113</sup>. Su apreciación es correcta, y con la cual concuerdo plenamente. La calificación de fideicomiso mercantil público la dan los constituyentes que tienen que ser personas jurídicas de derecho público nacional o extranjera; es decir, lo que define que un fideicomiso mercantil sea público o privado es la calidad del sujeto que aporta y constituye el fideicomiso, sin depender del objeto del contrato del fideicomiso.

Igual teoría sostengo en los fideicomisos mercantiles mixtos, que es la calidad de sus constituyentes y sus aportaciones en la constitución del fideicomiso mercantil que determina si un fideicomiso mercantil es mixto o no. Para que el fideicomiso mercantil sea mixto los constituyentes adherentes tienen que ser personas naturales o jurídicas tanto de derecho público como privado, sin importar el objeto del contrato de constitución.

### **3.5.1. Participantes o partes del contrato de fideicomiso mercantil.**

Como lo había anticipado con anterioridad, las partes integrantes del fideicomiso mercantil son las siguientes:

- Como el ente generador del proceso del fideicomiso tenemos en primer lugar al constituyente o fiduciante, el cual puede tratarse tanto de una o varias personas naturales o jurídicas, las cuales suscriben el contrato de constitución del fideicomiso y asumen el compromiso de proveer al patrimonio autónomo de los bienes que han de formar parte del fideicomiso mercantil y además, establece una finalidad del fideicomiso.<sup>114</sup>
- El beneficiario; es el que según el artículo 116 de la Ley de Mercado de Valores, puede ser “toda persona natural o jurídica, de derecho privado con finalidad social o pública, nacional o extranjera, o entidades dotadas de personalidad jurídica designadas como

---

<sup>113</sup> González Roberto, El fideicomiso, Edino, Guayaquil, pág. 69.

<sup>114</sup> Cfr. Báez, Julio C, Protección del Fideicomiso Financiero, Editorial Universidad, Argentina, pág. 65.

tales por el constituyente”<sup>115</sup>; para disfrutar de los beneficios producidos por el fideicomiso. En el caso de que no se mencione al beneficiario, el beneficiario es el mismo constituyente.

- La fiduciaria; es una institución financiera, una organización especializada en la administración de fondos y fideicomisos, la cual es la encargada mediante el contrato de la administración financiera además de garantizar el fiel cumplimiento de las finalidades pactadas por el constituyente al momento de la constitución del contrato de fideicomiso. Es el verdadero propietario hasta el momento del cumplimiento del plazo o condición. Creadora de una propiedad precaria en el tiempo pero plena en cuanto a su contenido<sup>116</sup>. Cabe aclarar que según el artículo 756 el constituyente puede nombrar no sólo a uno sino a varios fiduciarios<sup>117</sup>.

### **3.5.2. Propiedades.**

Como consecuencia de todo lo señalado en líneas anteriores, el fideicomiso mercantil tiene las siguientes propiedades:

- 1) Irrevocabilidad: el fideicomiso mercantil está definido como un contrato de naturaleza irrevocable, es decir, que la restitución de los bienes o derechos materia de la transferencia de dominio se la puede realizar únicamente de acuerdo a las disposiciones e instrucciones determinadas en el contrato de fideicomiso y éstas no podrán ser modificadas en lo más mínimo, salvo que tal posibilidad sea establecida expresamente en el contrato.
- 2) Solemnidad: para que el acto jurídico llamado contrato de fideicomiso mercantil posea validez jurídica es imperativo que éste cumpla con la solemnidad (que es una formalidad técnica jurídica y elemento esencial de dicho acto) de conferirse por escritura pública en la cual un notario público dará fe de lo actuado en dicho contrato, garantizando así, plena transparencia entre sus partes.

---

<sup>115</sup> Artículo 116 de la Ley de Mercado de Valores de Ecuador.

<sup>116</sup> Cfr. Larrea Holguín, Juan, Manual Elemental de derecho Civil del Ecuador, Corporación de Estudios y Publicaciones, Volumen IV, Ecuador, 2005, Pág. 482.

<sup>117</sup> Cfr. Artículo 756, Código Civil del Ecuador

- 3) Oneroso: Como todo contrato de naturaleza mercantil el fideicomiso será siempre remunerado.
- 4) Temporal y condicionalidad: Ya que todo contrato de esta naturaleza debe especificar de forma explícita su tiempo de duración, y su condición que éste debe cumplir para su terminación, sea ésta, por medio de la restitución al constituyente o a su beneficiario.

### **3.6. LOS TIPOS ESPECIALES DE FIDEICOMISOS.**

#### **3.6.1 Master Trust**

Un fideicomiso *master* es en el cual la custodia del patrimonio autónomo puede ser ejecutada tanto por una institución bancaria como por una fiduciaria; dicho patrimonio se encontrará conformado por activos de fondos de pensiones y los fideicomitentes serán un grupo de empresas vinculadas con dicha “cuenta” única.

Un fideicomiso master se encuentra definido como “A collection of funds from individual investors that are pooled together in order to obtain whole sale prices and rates unavailable for regular investors”<sup>118</sup>; que traducido significa, un conjunto de fondos de inversores individuales que están agrupados con el fin de obtener los precios preferenciales y tarifas que se encuentran disponibles para los inversores regulares.

Éste se caracteriza por poseer la flexibilidad de manejar diferentes valores en diferentes momentos. En una transacción *Master Trust* tradicional, se crea una comunidad de fondos provenientes de inversores individuales, con el fin, (como mencionamos anteriormente) de obtener precios preferenciales inaccesibles para inversionistas regulares. En este tipo de fideicomiso a menudo se genera con una gran cantidad de tramos de valores con base a un conjunto de cuentas por cobrar<sup>119</sup>. Podemos decir que en éste se realiza una gran compra de valores en bloque y a razón de ello las compañías emisoras ofrecen un precio preferencial.

#### **3.6.2. Fideicomiso de emisión o “Issuance trust”.**

---

<sup>118</sup> Investopedia, <http://www.investopedia.com>, 19 de julio de 2.012.

<sup>119</sup> Cfr.: Mejía Cuartas, Vicente, Diccionario económico financiero, Lorenza Correa Restrepo, Medellín, 2006. Pág. 256

En 2.000, el Banco Citibank introdujo un nuevo tipo de estructura de fideicomiso, basado en valores crediticios provenientes de cuentas por cobrar de tarjetas de crédito, este tipo de fideicomiso no posee limitaciones respecto de las garantías de respaldo de los valores a asegurar como es el caso del fideicomiso master el cual requiere que cada serie posea tramos de respaldo tanto de tipo *senior* o principal como valores de subordinados; además el fideicomiso de emisión, emite notas de crédito, las cuales encuentran respaldadas en el activo del fideicomiso que se compone del interés generado; en otras palabras, por portafolio de cuentas de tarjetas de crédito.

Existen varios beneficios en el uso de un fideicomiso asegurado por ejemplo, el proporcionar una mayor flexibilidad en la emisión de títulos *senior*/subordinados, la posibilidad de aumentar la demanda por los fondos de pensiones, el derecho a invertir por grados en valores emitidos por ellos, y también la posibilidad de la reducción significativa del costo de la emisión de valores. Debido a estas ventajas, el fideicomiso asegurado o con “garantías” es ahora la estructura dominante utilizada por los principales emisores de tarjetas de crédito con respaldados en valores<sup>120</sup>.

### **3.6.3. Fideicomiso del constituyente o “Grantor trust”.**

En el fideicomiso del constituyente, el constituyente posee cierto control o “poder” respecto de la administración del fideicomiso, este poder incluye tanto la capacidad de revocar el fideicomiso como de cambiarlo a su libre arbitrio, sin perjuicio de que éste al momento de su muerte se vuelva irrevocable. El constituyente suele ser también un fiduciario y el beneficiario de los ingresos del fideicomiso y su director; (como director nos referimos a la parte financiera de la propiedad del fideicomiso). Los intereses devengados por estos préstamos, después de que los gastos se tengan en cuenta, pasan a través de los titulares de los valores sobre una base prorrateada.

### **3.6.4. Fideicomiso del propietario “Owner trust”.**

---

<sup>120</sup>Cfr. Arteaga Bravo, Juan Rafael, Derecho tributario. Escritos y reflexiones, Colección Textos de Jurisprudencia, Bogota, 2008. Pág. 57.

“En un fideicomiso del propietario, existe una mayor flexibilidad respecto de la colocación de capital e intereses percibidos por las distintas clases de títulos emitidos. En un fideicomiso del propietario, tanto los intereses como capital adeudado a los títulos subordinados pueden ser utilizados para pagar títulos valores superiores”<sup>121</sup>.

En otras palabras, este tipo de fideicomiso nos faculta con la posibilidad de la utilización tanto de los intereses como del capital por pagar para utilizarse como medio para la adquisición de títulos de mayor valor. Por lo general, cualquier ingreso que queda después de estos gastos se mantiene en una cuenta de reserva hasta un determinado nivel y después de eso, todos los ingresos se devuelven al vendedor.

### **3.7. CONTENIDO BÁSICO DEL CONTRATO SEGÚN LA LEY DE ECUADOR.**

Bajo la ley de Ecuador se consideran varias cláusulas para la elaboración de un contrato fiduciario. Dentro de las consideraciones de la primera parte del contrato fiduciario incluimos a los datos generales de los comparecientes, los antecedentes a la constitución de dicho fideicomiso, es recomendada también la adición de un glosario de términos para la comprensión clara para las partes del significado de la terminología a usar dentro de dicho contrato, seguida por la especificación de él o los beneficiarios, que comprenden la identificación de él o los constituyentes y de él o los beneficiarios, para después pasar a la delimitación de todos los datos referentes al patrimonio autónomo, como por ejemplo su denominación y contenido entre otros, el siguiente paso a seguir es la mención de la transferencia de dominio, que incluirá una declaración juramentada del constituyente de que el dinero o los bienes transferidos tienen procedencia legítima; que el contrato no adolece de causa u objeto ilícito y, que no irroga perjuicios a acreedores del constituyente o a terceros.

La estipulación de la finalidad exclusiva que tendrá el fideicomiso además de los elementos condicionales para su ejecución es el siguiente punto a estipular, además de los derechos y obligaciones del constituyente o de los constituyentes y adherentes, en caso de

---

<sup>121</sup> *Ibíd*em, Pág. 180.

haberse previsto su adhesión, se determinarán también los derechos y obligaciones del fiduciario, y del beneficiario;

Ya que en función de su administración y desenvolvimiento el fideicomiso generará gastos, estos también deben de ser previstos y limitados dentro del mismo contrato, también se deben establecer las responsabilidades correspondientes a la gestión del fiduciario, sus honorarios, a los cuales como remuneración tendrá derecho por la aceptación y desempeño de su gestión, las causales de sustitución y el procedimiento que se adoptará para tal efecto<sup>122</sup>, la especificación de la duración que tendrá el fideicomiso, su forma de terminación y las causales especiales por las cuales se dará por terminado el mismo es otro punto a detallar dentro de éste contrato en función a los intereses de él o de los constituyentes y/o de sus o su beneficiario, además de las condiciones generales o específicas para el manejo y entrega de los bienes, frutos o rendimientos de los mismos y finalmente se procederá a designar el procedimiento de liquidación que se seguirá en el fideicomiso.<sup>123</sup>

En otras palabras, las cláusulas mencionadas anteriormente configuran los componentes necesarios para la estructuración de un contrato de fideicomiso mercantil dentro del derecho ecuatoriano, las cuales tienen como función el detallar y reglamentar la ejecución de dicho negocio fiduciario, adicionando a su vez la posibilidad de según el artículo número 120 de la Ley de Mercado de Valores de:

Contener elementos adicionales, tales como: a) la facultad o no y la forma por la cual el fiduciario pueda emitir certificados de participación en los derechos personales derivados del contrato de fideicomiso mercantil, los mismos que constituyen títulos valores, de conformidad con las normas de titularización que dicte el C.N.V.; y, b) la existencia o no de juntas de beneficiarios, de constituyentes o de otros cuerpos colegiados necesarios para lograr la finalidad pretendida por el constituyente. (Ver anexo 1).

### **3.7.1. Cláusulas prohibidas dentro del fideicomiso mercantil.**

---

<sup>122</sup>Cfr. Consejo Nacional de Valores, Reglamento sobre negocios fiduciarios, Resolución CNV-004-2001 R.O. 321 08-05-2001, Artículos 109- 120.

<sup>123</sup>Cfr. Rodríguez C, Oscar, La Titularización en vías y carreteras como alternativa de financiamiento de la obra pública y su mantenimiento, Tesis, Instituto de altos estudios nacionales, Ecuador, 2006 págs. 97-98.

El artículo número 4 del Reglamento sobre negocios fiduciarios, respecto de las cláusulas prohibidas dentro del contrato de fideicomiso menciona que “no se podrán estipular cláusulas que signifiquen o contengan la imposición de condiciones inequitativas e ilegales”<sup>124</sup>, Así como también el artículo 120 estipula que se encuentran prohibidas las cláusulas que desnaturalicen el negocio fiduciario, desvíen su objeto original, o se traduzcan en menoscabo ilícito de algún derecho ajeno.<sup>125</sup>

En otras palabras este tipo de prohibiciones legales respecto de las cláusulas a contener dentro del contrato del fideicomiso mercantil tienen por objeto la certeza de legalidad y legitimidad tanto del negocio jurídico como de las obligaciones contraídas, las cuales se generan dentro de dicho contrato, esto para asegurar tanto la protección del constituyente como de terceros involucrados, así como de prevenir la alteración de los fines, objeto y naturaleza del fideicomiso en sí mismo.

### **3.8. NOCIONES GENERALES DE LOS ASPECTOS JURÍDICOS DEL FIDEICOMISO**

Las nociones generales sobre los aspectos jurídicos del fideicomiso en Ecuador dictan que pueden desempeñarse como fiduciarios:

Las sociedades administradores de fondos y fideicomisos, la Corporación Financiera Nacional CFN, las corporaciones de titularización del mercado secundario de hipotecas sólo fideicomisos de titularización, Banco del Estado y Banco Central básicamente fiduciario público<sup>126</sup>.

El representante legal del fideicomiso mercantil ecuatoriano será siempre el fiduciario, función la cual será ejercida por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos mercantiles debidamente calificada por la Superintendencia de Bancos y sujeta al control y vigilancia de la Superintendencia de Compañías o la Corporación Financiera Nacional CFN, la cual también se encuentra sujeta al control y vigilancia de la Superintendencia de Bancos y Seguros, y por último en el caso de procesos de titularización sustentados en un fideicomiso mercantil, las corporaciones de titularización del mercado secundario de hipotecas, así como por efecto de leyes públicas, tanto el Banco del Estado como el Banco

---

<sup>124</sup> Cfr. Consejo Nacional de Valores, Reglamento sobre negocios fiduciarios, 2.011.

<sup>125</sup> Cfr. Artículo 120 numeral 3, Ley de Mercado de Valores, Ecuador.

<sup>126</sup> Superintendencia de Compañías, La Fiducia, s.n., Quito, 1996. págs. 9-15.

Central del Ecuador, el primero como fiduciario mercantil y el segundo como fiduciario público; es decir no mercantil.

En Ecuador, desde 1.998 (debido a la derogatoria del literal r del artículo 51 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero<sup>127</sup>, por medio del literal b del artículo 238 de la Ley de Mercado de Valores), ya no pueden actuar como fiduciarios mercantiles los bancos, las sociedades financieras, las mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda y otras instituciones del sistema financiero. Lo que esta reforma de Ley pretendió fue el ceñir los conceptos de profesionalización de las actividades fiduciarias, al limitarlas únicamente a las administradoras de fondos y fideicomisos y a la Corporación Financiera Nacional dejando de lado las instituciones del sistema financiero que a su fecha de expedición se encontraban realizando negocios fiduciarios y tuvieron que traspasar dichos negocios a una administradora de fondos y fideicomisos aceptada según la ley.

Respecto de la capacidad para ser fideicomisario o beneficiario el artículo 116 de la Ley de Mercado de Valores, determina como fideicomisarios autorizados, a las personas naturales o jurídicas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, o las entidades dotadas de personalidad jurídica designadas como tales por el constituyente en el contrato o en el caso de no preverse tal atribución en él, de forma posterior. Puede también designarse como beneficiario del fideicomiso mercantil a una persona que al momento de la constitución del mismo no exista pero se espera que exista. Pueden existir varios beneficiarios de contrato de fideicomiso, pudiendo el constituyente establecer grados de preminencia entre ellos e inclusive beneficiarios sustitutos.

Es importante señalar que, a falta de estipulación concreta acerca de la renuncia del beneficiario designado y a la no existencia de beneficiarios sustitutos o sucesores de sus derechos se tendrá como beneficiario al mismo constituyente, o a sus sucesores de ser el caso, a esto debemos añadir que pese a cualquier circunstancia la ley ecuatoriana prohíbe que se designe como beneficiario principal o sustituto al propio fiduciario, sus administradores, representantes legales, o sus empresas vinculadas.

---

<sup>127</sup> Ley General de Instituciones del Sistema Financiero de Ecuador 1994, Artículo 51, literal r, publicada en el suplemento del Registro Oficial No. 439 -1994, Ecuador.

### **3.9. ELEMENTOS DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO MERCANTIL.**

Como elementos que conforman el contrato de fideicomiso encontramos dos clases: los elementos normativos y los elementos subjetivos, haciendo referencia a las disposiciones legales que permiten armonizar su noción doctrinaria con la normativa.

Los elementos normativos del fideicomiso, hacen referencia a los requisitos de validez de todo acto o contrato los cuales se componen de la siguiente forma:

- **Objeto del Fideicomiso:** De acuerdo al Código Civil solamente cabe dar en propiedad fiduciaria especies o cuerpos ciertos, (por ejemplo: una herencia o parte de ella). La Ley de Mercado de Valores habla de dinero u otros bienes. Los recursos destinados al fideicomiso son, fundamentalmente, títulos valores y dinero. Consecuentemente pueden ser objeto de contratos de fideicomiso los títulos valores crediticios, los créditos como tal, títulos de cambio, inmuebles, etc. Esto lo aclara el artículo 41, numeral 5 del Reglamento a la Ley de Mercado de Valores que dispone, “el patrimonio constitutivo del fideicomiso pueda estar conformado por dinero, bienes muebles corporales e incorporales”.
- **Formalidades:** El Código Civil establece que si se pretende constituir un fideicomiso sobre bienes inmuebles es necesario el registro de la escritura pública de constitución en el registro público competente. Debemos tomar en cuenta que en las normas del fideicomiso mercantil se expresa que el fideicomiso debe otorgarse por medio de instrumento público abierto, a diferencia de otras legislaciones, como por ejemplo la de Bahamas, en donde éste puede ser otorgado en secreto, (entendiéndose como secreto al cual se encuentra sujeto a la reserva del propio aportante).

Independientemente de la formalidad del contrato de fideicomiso, debe tomarse en cuenta que, para que se constituya la propiedad fiduciaria sobre los bienes que se van a fideicomitir, debe operar la tradición.

Por otra parte, los elementos subjetivos que componen el contrato de fideicomiso mercantil son los componentes esenciales y personales sin los cuales no podría llevarse a cabo el fideicomiso, estos son: el fideicomitente, la fiduciaria y el beneficiario.

### 3.9.1. El fideicomitente

El primer actor de la realización del contrato de fideicomiso mercantil es el fideicomitente; es una parte que se encuentra expresamente señalada en la legislación ecuatoriana, como la persona natural o jurídica, que transfiere uno o más bienes al fiduciario, para que se los administre o venda según la finalidad encomendada en el contrato o en el acto testamentario, y en la modalidad que más crea conveniente para sus intereses o los de un tercero llamado beneficiario.

El fideicomitente es aquella persona que manifiesta su voluntad de constituir el fideicomiso sobre bienes de su propiedad. Dicha propiedad se transferirá con la celebración del contrato de fideicomiso y operando la tradición.<sup>128</sup>

Su intervención es vital para la constitución del contrato de fideicomiso, sin la necesidad de cumplir ningún requisito en especial, más que los mínimos exigidos por la Ley respecto de la capacidad para suscribir dichos contratos, que estos se constituyan con fines lícitos, además de la expresión de su pleno consentimiento al momento y a lo largo de la ejecución del contrato, y la exención de vicios del consentimiento como lo son el error, fuerza y dolo.<sup>129</sup>

Podemos decir además, que éste posee la facultad de determinar los fines, de designar a los sustitutos al cese de las funciones del primer fiduciario designado, y de seleccionar los mecanismos de garantía, los beneficiarios, etc.

En toda constitución de fideicomiso mercantil, el constituyente deberá rendir una declaración jurada respecto de la legítima procedencia de los bienes transferidos en propiedad fiduciaria, manifestando el no suscribir dicho contrato con el ánimo de irrogar perjuicios a terceros y en el caso de fideicomisos constituidos por personas naturales, de que se está disponiendo dentro de los límites de las asignaciones forzosas. El incumplimiento de éste deber obligará a las Superintendencias de Bancos o de Compañías

---

<sup>128</sup>Cfr. Dávalos Mejía, Carlos, Derecho Bancario y Contratos de Crédito, Harla, México DF, 1992. Pág.889.

<sup>129</sup>Cfr. Gaitán Cuesta, Diana Paola, El contrato de Fiducia Mercantil, Tesis, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, 2004, Pág. 2.

a investigar las causas de esta omisión y de aparecer hechos que pudieren ser punibles, a proceder conforme a lo que disponen los artículos 83 de la Ley General de Bancos y el 452 de la Ley de Compañías. Por lo tanto, ésta es una formalidad que debe observarse con sumo cuidado tanto por el constituyente como por el fiduciario.

Es importante puntualizar que, en el fideicomiso mercantil ecuatoriano no cabe la revocatoria del mismo por parte de su constituyente según disposición expresa del tercer artículo in-numerado del título que introduce la Ley de Mercado de Valores, cabe señalar que según los lineamientos señalados dentro del artículo 109 de la Ley de Mercado de Valores, se entenderá que toda estipulación que pretenda hacer revocable el fideicomiso no deberá ser aceptada por el fiduciario, Tampoco debe entenderse la posibilidad de revocatoria en el fideicomiso civil, toda vez que con el diferimiento del derecho en favor del fiduciario, el constituyente ya no tiene propiedad alguna.

En otras palabras, el constituyente o fideicomitente es la persona natural o jurídica responsable de la creación del negocio jurídico del fideicomiso, esta parte interviniente debe encontrarse en las capacidades legales propicias al momento de la constitución del fideicomiso, considerada como parte fundamental, ya que sobre esta pesa el señalamiento de las pretensiones y condiciones del fideicomiso además de ella depende la expresión de la voluntad de constituir dicha transmisión, limitación y cargas sobre los bienes que originariamente constituían su patrimonio lo que lo hace la parte accionante de toda esta figura jurídica.

### **3.9.2. Fideicomisario o Beneficiario.**

El beneficiario es también llamado fideicomisario, éste puede tratarse tanto de una persona natural como jurídica de naturaleza privada o pública, nacional o extranjera con la capacidad jurídica necesaria para recibir el beneficio del fideicomiso y en la cual cabe la posibilidad de ser el mismo fideicomitente u otra persona destinada por éste, a quien en su favor recae el beneficio de la gestión y es el objeto de los beneficios de la finalidad que debe cumplir el fiduciario.<sup>130</sup>

---

<sup>130</sup>Cfr. Sablich Huamani, Charles Alexander, El contrato de fideicomiso: Regulación y perspectivas de desarrollo en el Perú, Tesis, Universidad Nacional San Luis Gonzaga de Ica, 2010, Pág. 30

Es también importante analizar la capacidad para recibir los bienes a través del negocio fiduciario; en Ecuador es requisito indispensable que cuando se trate de beneficiarios que sean incapaces legalmente, éstos deban actuar a través de su representante legal.<sup>131</sup>

En otras palabras, fideicomisario es la persona llamada a recibir los beneficios provenientes del desenvolvimiento de los réditos del fideicomiso sea éste civil o mercantil, dicho beneficiario puede ser el mismo constituyente del fideicomiso en primer lugar, siempre y cuando se encuentren en la calidad de capaces de recibir dichos beneficios. Dicho beneficiario o beneficiarios pueden no existir al momento de constituirse, sin embargo se debe tener la certeza de su existencia ya que según la ley ecuatoriana la existencia del beneficiario, no es requisito indispensable en el momento de constituirla, pero sí se necesita su posible existencia y que llegue a existir dentro del término de duración del contrato.

### **3.9.3. La Fiduciaria.**

El fin principal de la fiduciaria nace a razón del principio de “confianza”, éste comprende el hecho de encargarse de la gestión de los negocios provenientes del fideicomiso, independientemente del mandante con representación, el cual por su parte actuará a nombre personal pero a cuenta ajena; consecuentemente, podemos entender que el fiduciario actuará respecto de la responsabilidad hacia terceros en nombre y por cuenta del patrimonio autónomo constituido con los bienes que conforman dicho patrimonio.<sup>132</sup>

En otras palabras el fiduciario es el ente profesional, encargado de la administración, manejo, conservación, guarda, y se encuentra directamente vinculado al funcionamiento del fideicomiso, a cambio de una remuneración establecida dentro del contacto de constitución del fideicomiso, y con la obligación tanto de realizar informes periódicos acerca del estado de su gestión como a la restitución de los bienes encomendados a su cargo una vez cumplida la condición o finalidad del fideicomiso; cabe recalcar que este tipo de entidad se encuentra restringida a mantener como único objeto social el que su mismo nombre indica, la administración fondos y fideicomisos.

---

<sup>131</sup>*Cfr.* Código Civil de Ecuador, De las incapacidades y excusas para la tutela o curaduría. título XXVII Parágrafo 1°.

<sup>132</sup>*Cfr.* Gaitán Cuesta, Diana Paola, El contrato de Fiducia Mercantil, Tesis, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, 2004. Pág.4.

### 3.10. DERECHO COMPARADO.

Dentro de la legislación Argentina se refieren al fideicomiso mercantil, como un derecho de dominio sobre los bienes fideicomitidos transferidos de forma “completa”, refiriéndose al aspecto físico y temporal, ya que la propiedad regulada por el Código Civil, es de derecho perpetuo, y que inclusive es transferible en el caso de herederos, esto implica que la disposición de los bienes es decir la facultad de disponer sobre los bienes en materia de propiedad es completamente libre respecto del Fiduciario. Lo anterior se encuentra sustentado en los artículos 16 y 17 de la Ley 24.441 que dan la facultad al fiduciario de gravar o enajenar los bienes fideicomitidos cuando las obligaciones contraídas en la ejecución del contrato fiduciario así lo exijan, estas deben ser satisfechas con estos bienes y en el caso de no ser suficientes para la satisfacción de estas obligaciones con estos el fiduciario debe enajenarlos y entregarlos a los acreedores según el orden de privilegio.<sup>133</sup>

En la legislación venezolana, de la misma forma que en la legislación ecuatoriana: el fideicomiso puede ser constituido en favor de uno o varios beneficiarios, incluyéndose la posibilidad de que éste sea el mismo fideicomitente; además de prohibirse estrictamente que el fiduciario sea beneficiario del fideicomiso administrado.

En legislaciones como la Argentina, además, se encuentra estipulada la posibilidad de nombrar a varios beneficiarios de forma sucesiva, en esta posibilidad se prevé la igualdad de beneficios salvo disposición contraria; prevé a su vez que en el caso de no existir un beneficiario, los bienes pasarán al fideicomitente y a falta de éste al fiduciante; adicionalmente en otras legislaciones como las de Honduras, Costa Rica y Venezuela se contempla además la posibilidad en su ordenamiento de designar para el ejercicio del negocio fiduciario a la fiduciaria también de forma sucesiva o en forma sustitutiva.

Dentro del ordenamiento ecuatoriano pueden ser fiduciarias únicamente las entidades financieras o sociedades especialmente autorizadas por la Superintendencia de Bancos, en el caso de Panamá y Costa Rica la función de fiduciario puede ser aplicada tanto por una

---

<sup>133</sup>Cfr. Báez, Julio C, Protección del Fideicomiso Financiero, Editorial Universidad, Buenos Aires, Argentina, 2008, pág. 67.

persona jurídica como natural, y no se encuentran sujetas a regulación, control o aprobación para desempeñar dicha función.

En la legislación Argentina, por su parte, sólo podrán ofrecerse al público para actuar como fiduciarios las entidades financieras autorizadas a funcionar como tales sujetas a las disposiciones de la ley respectiva y las personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores quien establecerá los requisitos que deban cumplir.

En el caso del derecho panameño las principales funciones de las sociedades fiduciarias se encuentran determinadas por el estatuto orgánico del Sistema Financiero y son las siguientes:

- a. Ejecutar contratos de fiducia mercantil;
- b. Encargo fiduciario;
- c. Agente de transferencia y registro de valores;
- d. Representante de tenedores de bonos; y,
- e. Síndico o curador de bienes.

También cabe señalar que en la legislación Argentina se encuentra permitida la transmisión de derechos fiduciarios tanto por acto entre vivos como por causa de muerte.<sup>134</sup>

### **3.11. EL OBJETO DEL CONTRATO DE FIDUCIA MERCANTIL, LA TRANSFERENCIA DE LA PROPIEDAD O DOMINIO.**

El fideicomiso se ha transformado en una de las figuras más flexibles y eficaces para el aislamiento de patrimonios, los bienes fideicomitidos pasarán a conformar un patrimonio de afectación exclusiva, que sólo será alcanzado por las obligaciones emanadas del ejercicio comercial que efectuará el fiduciario respecto de los bienes fideicomitidos.<sup>135</sup>

Por lo que, el objeto del fideicomiso mercantil es “la transferencia de bienes por parte del fideicomitente al fiduciario para éste a su nombre constituya un patrimonio autónomo

---

<sup>134</sup>Cfr. Gaitán Cuesta, Diana Paola, El contrato de Fiducia Mercantil, Tesis, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, 2004. Págs. 12

<sup>135</sup>Cfr. Ibídem, pág. 66.

independiente de su patrimonio que actuará con la finalidad encomendada en el acto de constitución”<sup>136</sup>.

Cuando hablamos de este objeto, es decir de la transferencia de la propiedad de bienes, ésta puede efectuarse de forma parcial o total, doctrinariamente es considerada como una transferencia total, ya que los bienes saldrán completamente del dominio del fideicomitente para pasar a conformar parte del patrimonio autónomo administrado por la fiduciaria, quien ejercerá la personería jurídica y la representación legal del fideicomiso mercantil<sup>137</sup>, tomando en cuenta que es una transferencia plena del dominio ya que el fiduciario tendrá plena disposición sobre los bienes siempre y cuando haya previa autorización y respetando el fin establecido en el acta de constitución.

Sin embargo, cabe destacar que según la Ley de Mercado de Valores de Ecuador no existe transferencia definitiva a ningún título sino que, es considerada como una mera transferencia instrumental con el fin de cumplir el mandato del fideicomiso mercantil.

### **3.11.1. Bienes objeto del fideicomiso mercantil o patrimonio autónomo.**

Cuando hablamos sobre los bienes objeto del fideicomiso mercantil nos referimos a los bienes muebles o inmuebles sobre los cuales recae la exteriorización del poder de los sujetos en relación a la necesidad de cumplir con sus requerimientos; éste comprenderá los derechos y obligaciones a los que en pos del deseo de satisfacer dichos requerimientos han de sujetarse. Estos bienes los cuales se ven afectados por la tradición conforman un patrimonio de afectación que “sólo es alcanzado por las obligaciones germinadas de la explotación del giro comercial que efectuó el fiduciario respecto de los bienes fideicomitados.”<sup>138</sup>

---

<sup>136</sup>Gaitán Cuesta, El contrato de Fideicomiso Mercantil, Pontificia Universidad Javeriana de Colombia, Bogotá, pág.9.

<sup>137</sup> Art. 119 de la Ley de Mercado de Valores, de Ecuador “Titularidad legal del dominio.- El fideicomiso mercantil será el titular de los bienes que integran el patrimonio autónomo. El fiduciario ejercerá la personería jurídica y la representación legal del fideicomiso mercantil, por lo que podrá intervenir con todos los derechos y atribuciones que le correspondan al fideicomiso mercantil como sujeto procesal, bien sea de manera activa o pasiva, ante las autoridades competentes en toda clase de procesos, trámites y actuaciones administrativas o judiciales que deban realizarse para la protección de los bienes que lo integran, así como para exigir el pago de los créditos a favor del fideicomiso y para el logro de las finalidades pretendidas por el constituyente.”

<sup>138</sup>Báez, Julio C, Protección del Fideicomiso Financiero, Editorial Universidad, Buenos Aires, Pág.66.

En otras palabras, cuando mencionamos a los bienes objeto o patrimonio autónomo éstos puede tratarse de bienes muebles o inmuebles, subordinados a la voluntad constituyente por su valor de utilidad, ya que para el sujeto activo esto comprende el contenido de sus facultades o derechos subjetivos y para el sujeto pasivo, el contenido de sus deberes que serán de dar, hacer o no hacer, dentro de la relación jurídica.

En otras palabras sobre estos bienes objeto recae la exteriorización del poder de los sujetos, en relación a la necesidad de cumplir con sus requerimientos y éste comprende los derechos y obligaciones a los que en pos de estos requerimientos estos se sujetan.

La Ley de Mercado de Valores, en su artículo 109 señala de una manera muy general los tipos de bienes objeto que podrán ser transferidos a razón de la constitución de un contrato de fideicomiso de la siguiente manera: todos aquellos que tengan una estimación o valor económico, ya sean corporales muebles o inmuebles e incorporales, que se encuentren dentro del tráfico jurídico, que no tengan un objeto ilícito; sin existir la posibilidad de aportar al patrimonio autónomo cosas genéricas, o consumibles, puesto que el fiduciario está obligado a la restitución de las mismas cosas que conformaron el patrimonio al momento del cumplimiento de la finalidad, por ello su deber de conservarlas en su integridad y valor.

La doctrina también señala que podrán ser susceptibles de transferencia e integración del patrimonio fideicomitado, no solamente los bienes corporales, sino también derechos de tipo económico.

El objeto de los fideicomisos universales es que las cosas indivisas, eventualmente “mientras se encuentra ejecutándose el contrato”, puedan llegar a ser individualizadas en algún momento, excluyendo las obligaciones de dar cosas inciertas; también pueden ser dadas cosas fungibles como el dinero, además de crear la posibilidad de transferir una unidad patrimonial como una herencia.<sup>139</sup>

Una vez que hemos profundizado en los elementos que conforman el fideicomiso debemos puntualizar que, de acuerdo a la naturaleza condicional del fideicomiso, éste

---

<sup>139</sup>Cfr. Gaitán Cuesta, Diana Paola, El contrato de Fiducia Mercantil, Tesis, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, 2004. Pág. 11.

puede ejecutarse de dos formas, la primera es una transferencia por un acto entre vivos, en el cual la condición no tiene que ver con el fallecimiento del causante, y la segunda es la transferencia mortis causa, cuya condicional es en efecto la muerte del fideicomitente o causante, dicho esto analizaremos la definición de ambas formas de transferencia.

### **3.12. CONSTITUCIÓN O TRANSFERENCIA POR ACTO ENTRE VIVOS Y TRANSFERENCIA MORTIS CAUSA.**

Por el punto mencionado en el título anterior, empezaremos por decir que el fideicomiso mercantil se encuentra regulado por el ordenamiento jurídico de los negocios mercantiles por tanto es susceptible de constituirse a través de actos entre vivos específicamente a través de un contrato, como se detallará a continuación.

En el caso de la transferencia por medio del contrato de fideicomiso mercantil (acto entre vivos) éste debe contener todos los requisitos que exigen la teoría general de los contratos para cada una de las partes (capacidad, exentos de vicios de consentimiento, tener causa y objeto lícito). El contrato se denomina de manera genérica entre la doctrina como el “acto de constitución”, el cual debe contener además de los requisitos generales ya mencionados, los especiales que caracterizan al contrato de fideicomiso mercantil.

En todo ordenamiento jurídico es necesario para que se genere una relación jurídica la existencia de una norma que la faculte, pues sin ella no existiría una relación jurídica consagrada y tutelada por el ordenamiento jurídico. Sin ella, un hecho no podría jamás dar margen a una relación de carácter jurídico. En el derecho ecuatoriano, además del contrato de fideicomiso mercantil encontramos al fideicomiso testamentario, tratándose de un acto que permite designar a un fiduciario para que al momento de la muerte del constituyente o causante, se le transfieran los bienes en su totalidad o en parte, o destinarlos a una finalidad designada en favor de uno o varios terceros.

Doctrinariamente, en el fideicomiso civil testamentario, el fideicomitente constituye la fiducia a través de un contrato y en alguna de sus cláusulas señala su voluntad sucesora, la cual debe ser cumplida por el fiduciario sin necesidad de iniciar proceso de sucesión. Este es un punto que para la doctrina podría llegar ser llamado “pacto sobre herencias futuras”,

esta situación se encuentra expresamente prohibida por el Código Civil ecuatoriano pero vale la pena mencionarla. En la constitución del fideicomiso civil testamentario es necesario el respetar la porción de legítimas de los herederos forzosos así como la aceptación por parte del fiduciario ya que, si no existe dicha aceptación no se concreta el acto constitutivo y por tanto no se considera como válido.

En otras palabras, estos mecanismos nos permiten, el primero por un acto entre vivos, y el segundo por medio de los lineamientos sucesorios, la administración efectiva del patrimonio del constituyente y del *cujus* respectivamente.

## **CAPÍTULO IV:**

### **FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS**

Después de haber analizado y comprendido los modelos tanto de la titularización que como vimos es el procedimiento de la emisión de títulos representativos de derechos y obligaciones que podrán ser negociados en función de la búsqueda de recursos de financiamiento; como también del fideicomiso que como analizamos en pocas palabras es la transmisión de bienes a un patrimonio autónomo con un fin determinado él de beneficiar al mismo constituyente o a un tercero, ahora emprenderemos el análisis y comprensión del procedimiento de fusión de ambos modelos jurídicos, lo que dará como resultante el proceso de fideicomiso de titularización de flujos futuros materia de este estudio.

#### **4.1. FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN.**

La titularización es una técnica financiera a través de la cual se convierten activos con escasa liquidez en instrumentos negociables. Este proceso consiste en emitir títulos valores que pueden ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, los cuales son representativos de derechos sobre activos que ya existen o se espera que existan, con la expectativa de que tales activos generen flujos futuros de ingresos. “La titularización utiliza el contrato de fiducia para transferir al público inversionista del mercado de valores los derechos sobre un fideicomiso, mediante la negociación de títulos-valores”<sup>140</sup>

Transferidos los bienes fideicomitados, el fiduciario emite títulos valores representativos de tales bienes, que ingresan inicialmente al patrimonio del fideicomitente como derechos fiduciarios y serán posteriormente negociados. A razón de esta negociación el fideicomitente recibirá el precio de colocación como un ingreso líquido<sup>141</sup>.

Esta alternativa de financiamiento empresarial utiliza el fideicomiso mercantil y la participación de las administradoras de fondos y fideicomisos para permitir la emisión de valores a través de una oferta pública con cargo a un patrimonio autónomo. “La titularización utiliza el contrato de fiducia con el objetivo de transferir al público inversionista en un mercado de valores los derechos sobre un fideicomiso, mediante la negociación de títulos-valores”<sup>142</sup>

---

<sup>140</sup>Arteaga, óp. cit., Pág. 458.

<sup>141</sup>Cfr. Raynes, Sylvain; Ann Rutledge, El análisis de valores estructurados, Oxford U Press, EE.UU, 2003. Pág.103.

<sup>142</sup>Arteaga, óp. cit., Pág. 458.

El fideicomiso de titularización o también denominado securitización es un mecanismo para la creación de títulos o valores a partir de activos, el cual tiene como fin el generar un beneficio económico, y desembocar posteriormente en un financiamiento exitoso, sólo que en el caso de este estudio en particular (titularización de flujos futuros), se logra a través del uso de flujos inexistentes en el momento presente pero ciertos de existir, en un futuro programado.

Las partes esenciales que intervienen en este proceso son:

**1) Originador.-** Son todas las personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras, públicas o privadas, o entidades dotadas de personalidad jurídica, que son propietarias de activos que pueden ser objeto de titularización.

**2) Agente de Manejo.-** Este título les corresponde a las Administradoras de Fondos y Fideicomisos, que tienen a su cargo, los procesos de titularización.

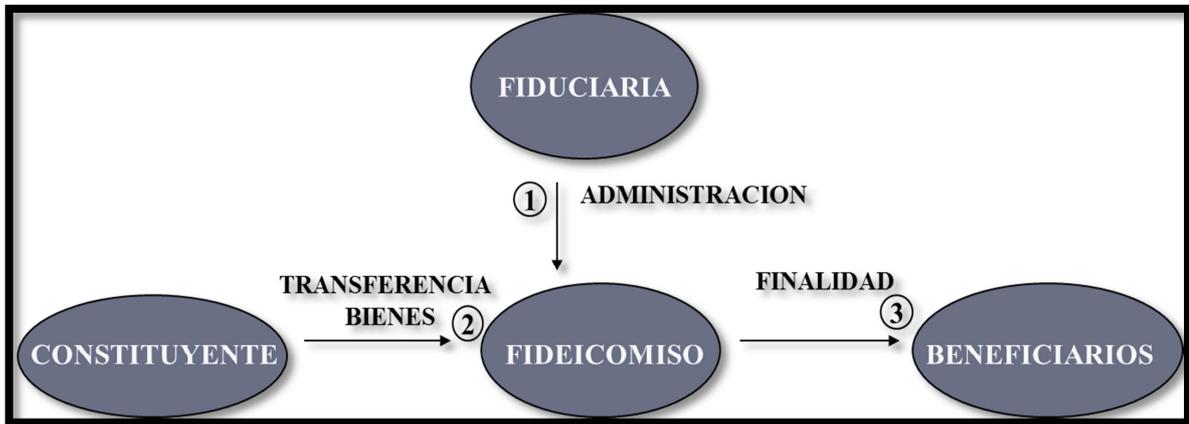
**3) Patrimonio de propósito exclusivo.-** Es un patrimonio totalmente independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización.

**4) Inversionistas:** Son aquellos que adquieren o invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización.

En otras palabras, dentro del panorama económico, Ecuador visto desde el sector empresarial se encuentra en plenas capacidades de participar de forma fructuosa en el mercado de valores y ha venido haciendo uso de esta alternativa de financiamiento relativamente nueva llamada titularización, ya que, como se muestra a continuación, en los últimos años ha tomado especial importancia al incrementarse los montos negociados en las bolsas de valores; ejemplos de esto son que, según la información tomada de la bolsa de valores de Quito la cual muestra que durante el año 2011 se negociaron alrededor de 623

millones de dólares en titularizaciones y un rendimiento aproximado del 6.88%, este valor representó un crecimiento del 98% respecto del año 2010.<sup>143</sup>

### Ilustración 3: Fideicomiso Mercantil



Fuente: Profile Legal Consultores

#### 4.1.1. Mecánica de la titularización.

Para lograr un proceso exitoso de titularización siempre se debe tomar en cuenta que en primer lugar, la constitución de un patrimonio autónomo tendrá como fin el cumplir las siguientes tareas:

A) Asegurar la acumulación de bienes, los cuales servirán de mecanismo de respaldo de la titularización, que pueden ser *cash flow* o flujo de caja, bienes muebles, inmuebles, e inclusive bienes que no existen pero se espera que existan.

B) La emisión de títulos representativos de derechos y obligaciones respecto de los bienes antes mencionados y la recaudación del dinero proveniente de su colocación.

C) La conformación de un “fondo común especial” el cual tendrá por objeto el captar ciertos bienes esenciales, como por ejemplo: el caso de una cartera de crédito, activos

<sup>143</sup>Cfr. [http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/titularizaciones/120813175644-0f52038b6e9d4ef49f25c81139aa473c\\_titularJul12.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/titularizaciones/120813175644-0f52038b6e9d4ef49f25c81139aa473c_titularJul12.pdf), 1 agosto de 2012

fungibles y no fungibles, conjuntos de títulos de deuda, etc.; los cuales pasarán a formar parte del fondo común con el destino esencial y único de la emisión de títulos valores.

Pero, ¿cuáles son los bienes, que según la Ley de Mercado de Valores, pueden ser susceptibles del proceso de la titularización o en otras palabras los bienes que pueden titularizarse?, existen según la Ley de Mercado de Valores de Ecuador varios tipos de bienes los cuales son aptos para ser sujetos al proceso de la titularización, encontramos en primer lugar a la cartera de crédito, en la cual se puede titularizar un *cash flow* futuro, originado en una cartera de crédito sea de activo corriente o no corriente, lo que sucede es que los bienes confortantes de la cartera se predestinan al fondo que conforma el patrimonio autónomo que respaldará la emisión del título valor; un ejemplo de esto son los activos inmobiliarios.

Es posible destinar bienes inmuebles al patrimonio autónomo para que con su valor respalden a los títulos valores, así como rentas o flujos de caja cuyo comportamiento futuro puede predecirse en base a estadísticas o proyecciones.<sup>144</sup>

En razón de lo expuesto anteriormente debemos añadir que el artículo 117 de la Ley de Mercado de Valores menciona que:

Los bienes que no existen pero que se espera que existan podrán comprometerse en el contrato de fideicomiso mercantil a efectos de que cuando lleguen a existir, incrementen el patrimonio del fideicomiso mercantil por sobre el cual se realizará dicha titularización de flujos futuros.

Una vez que hemos mencionado los tipos de bienes los cuales se encuentran aptos según la Ley para formar parte de un proceso de titularización, y la posibilidad dada por ésta para acrecentar el patrimonio fideicomitado mediante bienes inexistentes pero esperados de existir y predestinados a este fin, como siguiente paso visualizaremos de qué forma estos bienes pueden ser transformados dentro de este proceso, en función al desarrollo constante del mercado mundial de capitales exclusivamente desenvuelto dentro del mercado de títulos; una vez que las sociedades buscan nuevas formas de financiamiento sin hacer uso de la intermediación financiera dentro de esta búsqueda se originan varias alternativas para

---

<sup>144</sup>Cfr. <http://negocios-en.blogspot.com/2009/10/fiducia-de-titularizacion.html>, 01 junio de 2012

el proceso de la titularización como por ejemplo la titularización de flujos futuros, o la titularización de activos, la cual empezaremos a explicar a continuación:

#### **4.1.2. Titularización de activos.**

Recapitulando a la titularización como una,

Operación jurídica compleja que tiene por finalidad la movilización de diversas clases de activos mediante la emisión y colocación de nuevos títulos llamados títulos movilizados, representativos de derechos sobre activos objeto de movilización y el cumplimiento oportuno de las prestaciones incorporadas en los valores emitidos con ocasión del proceso.<sup>145</sup>

Como señala la Ley de Mercado de Valores, en el proceso de emisión de títulos valores los cuales serán susceptibles colocación y negociación de forma libre y voluntaria dentro del mercado bursátil, con cargo a un patrimonio autónomo;<sup>146</sup> se establecen como activos susceptibles de titularización de conformidad con el artículo 143 de la LMV a los siguientes:

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

Es decir que, la titularización de activos es el proceso en el cual se emiten títulos susceptibles de ser colocados y negociados en el mercado bursátil, los cuales representan derechos sobre activos que existen o se espera que existan, y sobre los cuales se tiene una expectativa de percibir algún rédito económico, también cabe recalcar que en este caso el agente de manejo será el representante legal del fideicomiso mercantil a titularizar.

#### **4.2. Tipos de flujos.**

---

<sup>145</sup> González Meneses, Ingrid Airi, El fideicomiso de inversión, vía idónea para la implementación de procesos de titularización de activos en Guatemala, Tesis, Universidad Francisco Marroquín, Guatemala 2001, Pág.3

<sup>146</sup>Cfr. Ley de Mercado de Valores de Ecuador, Artículo 138.

Para comprender el funcionamiento de la titularización de flujos futuros la primera noción a conocer es primeramente la definición de flujo, el cual es definido como el “Movimiento o circulación de cierta variable en el interior del sistema económico.”<sup>147</sup>

Las variables de flujo comprenden la existencia previa de una corriente económica caracterizada por poseer una línea de tiempo determinada, y que pueda expresarse de manera cuantitativa. Ejemplos de esto son: consumos, inversiones, montos de producción y cantidad de exportaciones e importaciones; una vez que ya se ha dilucidado del significado del término flujo, el siguiente paso es materializarlo dentro del espectro técnico económico de los llamados flujos económicos.

Los *Flujos económicos* son un estado financiero principal, el cual muestra de manera histórica (hechos pasados), el origen y la aplicación que tuvo el efectivo en un periodo determinado que está compuesto de la siguiente manera:

1. Ingreso: Corriente económica determinada por la venta de productos o por la prestación de un servicio.
2. Gasto: Importe monetario que hace referencia al momento de la adquisición o compra de bienes o servicios exteriores a la empresa.
3. Inversión: Se refiere a las partidas que componen o integran el fondo que financia el ciclo de explotación de la empresa.

Dentro del prospecto de inversión tenemos también que considerar la amortización (que es la imputación de la depreciación experimentada por los bienes de equipo durante un período de tiempo determinado) con el fin de estimar y proyectar la pérdida de valor de los bienes, conocer el valor neto de dichos elementos, repartir el coste producido por la depreciación y permitir la imputación a los productos de dicho coste.

El estudio de los flujos económicos que como se explica anteriormente son estados anteriores que nos dan una perspectiva mayor de cuáles podrían ser las expectativas de ganancia, basándonos en hechos pasados y ciertos; este proceso de revisión de historial dentro de la materia de gerencia de proyectos, nos ayuda a tener dentro de nuestro proceso

---

<sup>147</sup> Hernández Mangones Gustavo, Diccionario de Economía, pág. 163.

la toma de muestras que sirven de base para realizar proyecciones futuras incluyendo las posibles eventualidades y soluciones de problemas durante la gestión del negocio en este caso el de la financiación por medio de la titularización de flujos futuros.

Un ejemplo de estos estados es el que se conoce como flujo de caja o cash flow, que es un estado de cuenta el cual refleja la cantidad de efectivo restante después de que se han descontado los gastos, los intereses y el pago del capital. El estado de flujo de efectivo, por lo tanto, es un estado contable el cual detalla la información sobre los movimientos de efectivo y sus equivalentes; comprende la proyección de los ingresos y egresos de efectivo durante periodos económicos determinados, con el fin de dar a conocer el comportamiento de los ingresos y desembolsos de efectivo así como, el ayudarnos a pronosticar posibles necesidades de efectivo para el desarrollo exitoso de una empresa. Este conocimiento previo de los hechos, permitirá al administrador financiero, planificar cuáles serán las fuentes de financiamiento necesarias para prevenir el flujo de caja negativo.<sup>148</sup>

Es decir que, un flujo de efectivo o caja es el dinero que la empresa obtiene en cada período como resultado de sus operaciones provenientes de: a) Ventas al contado. b) Cobranzas de ventas al crédito. c) Ventas de activos fijos. d) Préstamos de accionistas. e) Préstamos de instituciones financieras, entre otros.<sup>149</sup>

Por otra parte, los egresos o salidas de efectivo son los provenientes de: a) Pagos a proveedores comerciales. b) Pago de remuneraciones y beneficios sociales a trabajadores. c) Pago de servicios de terceros. d) Pago de impuestos. e) Pago de otros costos fijos. f) Pago por la compra de activos fijos. g) Amortización de créditos de accionistas. h) Amortización de créditos bancarios.<sup>150</sup>

En otras palabras al estructurar un fideicomiso de flujos futuros, por ejemplo, sobre el cash flow de una empresa, éste se estructurará después de realizar los cuadros contables

---

<sup>148</sup> Cfr. <http://definicion.de/flujo-de-efectivo>, 10 junio de 2012.

<sup>149</sup> [https://www.contadoresyempresas.com.pe/boletines\\_revistas/Abril\\_2006/Financiero\\_07.pdf](https://www.contadoresyempresas.com.pe/boletines_revistas/Abril_2006/Financiero_07.pdf), 12 julio de 2012.

<sup>150</sup> [https://docs.google.com/viewer?a=v&q=cache:Bw05nBm99HgJ:www.contadoresyempresas.com.pe/boletines\\_revistas/Abril\\_2006/Financiero\\_07.pdf+&hl=es&gl=ec&pid=bl&srcid=ADGEESiRy\\_rQf4CL1jL1kCucpfEX92wBCe-KS9vIX2ae0QZxcYe7GUOuANdj2ms5HSHp14L-2n37ypcih2Xav4QLCgpNYhZzJlKDqY-pItzpVE\\_G0fIrDXTGxdQWEuZfdieuFL4\\_9W2&sig=AHIEtbT4BZM4cH0sqAWIRUoaSMXjDRk1cg&pli=1](https://docs.google.com/viewer?a=v&q=cache:Bw05nBm99HgJ:www.contadoresyempresas.com.pe/boletines_revistas/Abril_2006/Financiero_07.pdf+&hl=es&gl=ec&pid=bl&srcid=ADGEESiRy_rQf4CL1jL1kCucpfEX92wBCe-KS9vIX2ae0QZxcYe7GUOuANdj2ms5HSHp14L-2n37ypcih2Xav4QLCgpNYhZzJlKDqY-pItzpVE_G0fIrDXTGxdQWEuZfdieuFL4_9W2&sig=AHIEtbT4BZM4cH0sqAWIRUoaSMXjDRk1cg&pli=1), 12 de julio de 2012.

respecto de la entrada y salida del circulante de caja ganado en el periodo de tiempo determinado, estos fondos serán transferidos al fideicomiso emisor para respaldar el pago de obligaciones respecto de los títulos valor a su cargo más los intereses pactados, éste tipo de flujos serán siempre analizados mediante la aplicación de escenarios de estrés consistentes con el nivel de calificación otorgado.

Una vez que ya hemos tratado los parámetros de los considerados como flujos, en materia contable y así mismo de este tipo de negocio jurídico, pasaremos a la aplicación de estos conocimientos en materia puntual de la titularización sobre estos derechos de cobro de flujos futuros.

### **4.3. La titularización de flujos futuros.**

El objetivo del negocio de emisión de títulos en una titularización de flujos futuros consiste en el traspaso de los derechos de cobro de flujos de efectivo por parte del originador al patrimonio autónomo para que estos posteriormente sean negociados produciendo los beneficios del capital al momento presente para satisfacer los requerimientos financieros de dicho originador, a base de activos que usualmente poseen poca rotación dentro del mercado, convirtiéndose en un activo generador de alto rendimiento al transformarse por dicha metodología. (Ver anexo 2).

El proceso de titularización de flujos futuros conlleva la creación o emisión de títulos de diferentes tipos: los de contenido crediticio, de participación o mixtos; los cuales se encuentran respaldados en los bienes que sufrieron de transferencia al patrimonio de flujos futuros.<sup>151</sup>

Es importante puntualizar que en el caso de bienes los cuales se espera que existan, la titularización podrá abarcar el respaldo máximo único del cincuenta por ciento del valor presente de los flujos de acuerdo la proyección presupuestada, incluyendo el descuento de una tasa, la cual no podrá ser menor a la tasa activa referencial señalada por el Banco Central del Ecuador, respecto de la semana anterior a la cual se efectuará el cálculo y con

---

<sup>151</sup>*Cfr.* Terán León, Gina Narcisa, Universidad de Guayaquil, La Titularización de Flujos Futuros como mecanismo de financiamiento de las empresas, desde el punto de vista de las Casas de Valores, Tesis, Ecuador, 2009, Pág.63

un plazo de vigencia de 30 días, el monto titularizado tampoco podrá sobrepasar el ochenta por ciento de los activos libres de gravamen del originador.<sup>152</sup>

En otras palabras, este proceso financiero pretende el negociar en función de la obtención de beneficios de capital presente, los derechos de cobro sobre dichos flujos a percibir, constituidos sobre el patrimonio autónomo fideicomitado, percibiendo en el presente con una pequeña tasa de descuento, lo que se esperaba recibir en función del giro del negocio de dicha empresa en un futuro proyectado.

La titularización de flujos futuros hace referencia a la conversión, a través de un mecanismo legal, tanto de la totalidad o únicamente de una parte de los flujos engendrados por los activos reales de la compañía y que son filtrados al fideicomiso en una emisión bursátil con el fin de financiarse, los flujos afectados al fideicomiso procederán de la capacidad y voluntad de dicha compañía o usufructuaria respecto de los activos reales, con miras a la generación de liquidez.<sup>153</sup>

Dentro de la bursatilización de flujos futuros existe el traspaso de activos financieros, los cuales consisten en el traspaso de los derechos de cobro o cuentas por cobrar generados por los bienes y servicios que fluyen de los activos reales, el análisis de las entradas y salidas de capital por concepto de cuentas como: ventas, márgenes, intereses, impuestos, gastos en inversión, dividendos, incremento de capital y recompra de acciones, entre otros.

En otras palabras este proceso financiero permite vender derechos sobre las percepciones económicas a futuro por motivo del desarrollo del determinado negocio constituido, con un determinado periodo de tiempo en forma de títulos negociables dentro del mercado de valores, percibiendo hoy (a una tasa de descuento), lo que se espera percibir en el futuro. (esta mecánica de financiamiento ha sido utilizada, en los últimos años, por grandes compañías como: Hotel Hilton Colón de Guayaquil, IIASA, Otecel (Movistar) y Burger King)<sup>154</sup>.

---

<sup>152</sup> Cfr. Consejo Nacional de Valores, Reforma a la Codificación de Resoluciones del C.N.V., R.O. No. 227 de 2 de julio de 2010, Artículo 18.

<sup>153</sup> Cfr. HR Ratings, Metodología de Calificación para la Bursatilización de Flujos Futuros, México Agosto 2008, pág. 5.

<sup>154</sup> Cfr: Bolsa de Valores de Guayaquil, Titularización un boom, Diario Expreso, Ecuador 29 Oct, 2010

El uso de las titularizaciones de flujos futuros ha aumentado significativamente, debido a la creciente necesidad de capital de las grandes compañías, sobre todo en las grandes compañías internacionales localizadas en los mercados emergentes, por ejemplo. Si bien estas compañías multimillonarias, tradicionalmente han hecho uso de deuda bancaria así como de Euro bonos, emitidos en su mayor parte en los mercados internacionales y denominados en moneda externa, el riesgo soberano ha impuesto ciertas limitantes al precio y a la disponibilidad de estos instrumentos de deuda tradicionales.

Las titularizaciones de flujos futuros, son generadas en función de la voluntad del originador de realizar una oferta pública de deuda estructurada, garantizando ésta con las cuentas por cobrar a uno o varios de sus deudores; generalmente, estas cuentas por cobrar futuras se encuentran fideicomitadas, por lo que faculta a los deudores para realizar pagos directamente a dicho patrimonio por ejemplo en el caso de una inversión extranjera, factor de reducción de riesgo respecto de la conversión de moneda y de transferencia, ya que el pago de las cuentas por cobrar no ingresa al país del originador.

Además como mecanismo jurídico y financiero de desintermediación entre las sociedades y empresarios, la titularización presenta nuevas oportunidades para las distintas inversiones, ya que llega a maximizar el desarrollo de proyectos como por ejemplo los inmobiliarios, disminuyendo sus riesgos y proporcionando grandes cantidades de capital de forma célere y oportuna, catapultando la posición financiera del originador además de conducir a beneficios económicos cuantificables para los inversionistas que adquieren valores emitidos como consecuencia de dicho proceso de titularización.

#### **4.4. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS FUTUROS A TITULARIZARSE.**

La parte medular dentro del proceso de titularización de flujos futuros consiste en las proyecciones de los flujos generados por la empresa emisora, según la Bolsa de valores de Quito, “Deberá acreditarse la información histórica de al menos los últimos tres años y en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos, según corresponda, por el plazo y la vigencia de los valores a emitirse”<sup>155</sup>; esto es de suma importancia, no únicamente para la

---

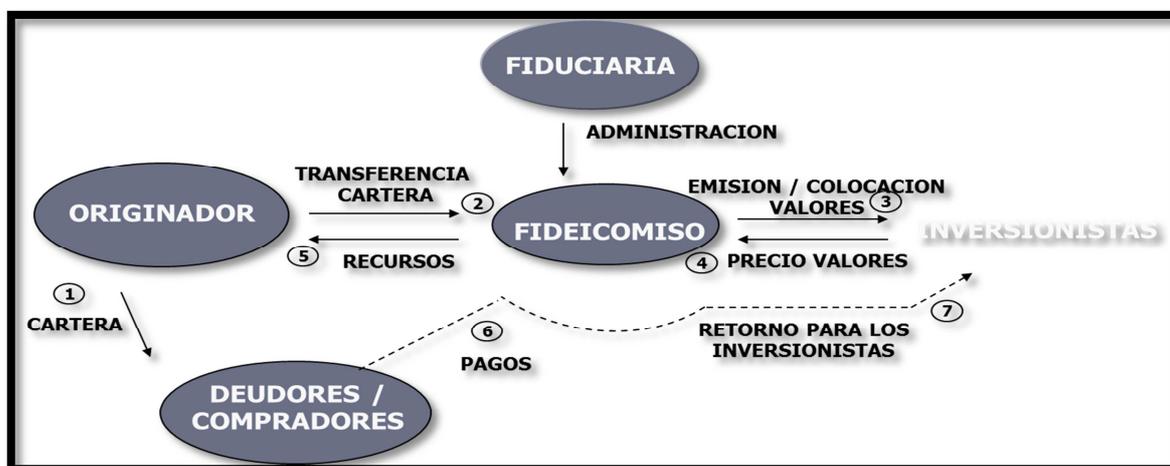
<sup>155</sup>Bolsa de valores de Quito, <http://www.bolsadequito.info>, 12 de abril de 2.012.

determinación de los flujos que recibirá el fideicomiso con el fin de cumplir puntualmente con sus obligaciones, sino también para poder evaluar el efecto de la misma operación sobre la empresa en cuestión y así evaluar su viabilidad en general.

En caso de existir una falta de seriedad en la consideración de éste punto podría generarse desconfianza en el mercado sobre la veracidad de la información de los flujos y a los frutos proyectados de dichos flujos de efectivo, deteriorando tanto la negociación presente, la posibilidad de negociaciones posteriores como la reputación de la compañía emisora y por lo tanto reduce su capacidad de financiamiento a corto plazo y la posibilidad de acceso a otras vías de financiamiento como los créditos bancarios. El historial de la compañía en términos de cuentas por pagar o historial de créditos y mecanismos de respaldo de la emisión o “garantías” serán factores determinantes a tomar en cuenta dentro de este proceso.

En la figura No.4, se muestra el mecanismo típico de titularización de flujos futuros.

**Ilustración 4: Titularización de Flujos Futuros**



**Fuente:** Profile Legal

#### 4.5. MECANISMOS DE GARANTÍA.

Como mencionamos anteriormente los mecanismos de garantía o respaldo de una emisión son puntos importantes a considerar en el ejercicio de este método de financiamiento a fin de que resulte mayormente atractivo y menos riesgoso para el posible inversionista por lo

que dentro del presente estudio analizaremos brevemente algunos de los principales mecanismos existentes (y personalmente recomendados) de garantía, que de forma singular o conjunta podrán asegurar el fideicomiso de flujos futuros, con la finalidad de obtener buenas referencias en la calificación de riesgo, aceptación en el mercado de inversionistas, así como reflejar mayor seguridad en el cumplimiento de obligaciones, así como crear una mejor capacidad de respuesta en caso de eventualidades no previstas en el estudio o ajenas al control de su originador.

El primer mecanismo consiste en el *exceso de flujo de fondos*, es un porcentaje de fondos excesivos generados por los activos titularizados el cual es mayor a las obligaciones contenidas por la titularización es decir el poseer fondos excesivos a la cantidad titularizada que tendrán la finalidad de cubrir eventuales requerimientos de efectivo para poder satisfacer las obligaciones de la titularización.

El segundo mecanismo, es la *sobrecolateralización*, consiste en el aporte de bienes muebles e inmuebles los cuales superen al activo emitido para que estos respondan a obligaciones excedentes a los titularizados en caso de siniestralidad, en otras palabras en éste caso de resguardo, se deberán aportar al fideicomiso los bienes y activos fijos que sean adquiridos con la finalidad de que en un caso extremo, el fideicomiso pueda enajenar dichos bienes y satisfacer las obligaciones pendientes con los recursos provenientes de dicha realización

El tercer mecanismo es la *sustitución de activos*, mecanismo de garantía el consiste en la sustitución de los bienes los cuales han producido anomalías en el flujo proyectado al verificarse ésta condición serán intercambiados por otros bienes los cuales posean mejores o iguales características.

El cuarto mecanismo que puede ser usado es la *garantía solidaria del originador o de un tercero*, en la cual se hace efectiva de forma directa e inmediata el respaldo solidario en el caso por ejemplo, de que los flujos aportados al fideicomiso no fueren suficientes para

cubrir los pasivos del fideicomiso, poniéndose éstos de forma voluntaria en la obligación de aportar y entregar al fideicomiso, en dinero libre y disponible, los recursos suficientes y necesarios para completar la provisión que cubra el pasivo del fideicomiso.

Otra posibilidad en términos de garantizar nuestra titularización es la de la creación de un *contrato de apertura de crédito*, en el cual se dispondrá que a cuenta del originador y a favor del patrimonio autónomo, se abran líneas de crédito en caso de tener que responder necesidades de liquidez. Éstas serán atendidas por una institución del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, el cual actuará en representación de dicho patrimonio, reconstituyendo el flujo con base a este nuevo crédito.<sup>156</sup>

Lo recomendable en el caso de realizar este tipo de titularización es siempre mantener en todo momento uno o varios de los mecanismos de garantía descritos anteriormente, para lo cual deberá reponer o aprovisionar periódicamente los flujos de efectivo que sean necesarios a dichos fondos a fin de tener siempre un mecanismo cualquiera que nos respalde en caso de una posible eventualidad.

**Tabla 2: Mecanismos de Garantía**

<b>Mecanismos de Garantía</b>	
<b>Mecanismos Internos</b>	<b>Mecanismos Externos</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Subordinación de la emisión</li> <li>• Sobre colateralización de activos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Avales o garantías por instituciones financieras o aseguradoras</li> </ul>

<sup>156</sup>Cfr. Corrales Granizo, Jenny Alexandra; Velasco Berrezueta, Luis Antonio, Titularización de Flujos de Caja futuros para Empresas del Sector Financiero Ecuatoriano, Tesis, PUCE, Quito, 2003, págs. 39-41.

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Excesos de flujo de caja</li> <li>• Sustitución de cartera</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Seguros de crédito</li> <li>• Contratos de apertura de crédito</li> <li>• Fideicomisos de Garantía</li> </ul>
--	--

*Elaboración: Sandra Ledesma*

Adicionalmente cabe añadir que, las agencias de calificación de riesgo evalúan este tipo de cartera de garantía además de las mejoras de crédito en relación a la probabilidad de incumplimiento para otorgar la calificación de la emisión, el poseer varios de estos mecanismos de garantía nos aseguran una mejor calificación por parte de éstas dándonos una imagen más atractiva para los inversionistas del mercado de valores.<sup>157</sup>

#### **4.6. ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO A LA TITULARIZACIÓN DE FIDEICOMISO DE FLUJOS FUTUROS.**

El dinero es un recurso escaso y difícil de conseguir a corto plazo para la mayoría de empresarios locales<sup>158</sup>, en función de satisfacer ésta necesidad, se han creado distintas fuentes o alternativas de financiamiento, tanto para una empresa como para iniciativas empresariales particulares, se encuentran principalmente dadas por medio del método del endeudamiento con terceros, que generalmente se realizan con compañías del sector financiero, o por medio del proceso de emisión de obligaciones.

A continuación analizaremos brevemente estos distintos mecanismos para la obtención de recursos.

##### **4.6.1. Crédito con base a garantías reales.**

<sup>157</sup> Cfr. Moreno Corredor, Luis Alfonso, Oportunidades de Financiamiento para los entes locales en el Siglo XXI, Universidad Internacional de Andalucía, España, 2010 Pág. 88-89.

<sup>158</sup> Cfr. Moreno Corredor, Luis Alfonso, Oportunidades de Financiamiento para los entes locales en el Siglo XXI, 88-89.

Éste es el tipo de método de financiamiento típicamente usado, éste se crea a razón de que el deudor o una tercera persona, compromete un elemento o elementos determinados y específicos de su patrimonio, para garantizar el cumplimiento de una o varias obligaciones. Las garantías utilizadas dentro de este modelo de financiamiento podrán pesar tanto en bienes inmuebles como en muebles. En el caso de los bienes inmuebles existen dos tipos: el crédito hipotecario y de anticresis. Y en el caso de bienes muebles se constituye por medio de la entrega de forma física a manos del acreedor como sucede en la prenda, ésta última cuando el bien queda en poder del deudor.

#### **4.6.1.1. Crédito con base a garantías personales o en base a firmas.**

Un crédito con base a garantías personales es un método de financiamiento el cual no se enfoca de forma específica en los bienes, si no que el centro de este tipo de crédito se encuentra enfocando en la persona, la cual se ve obligada como fiador o como codeudor solidario. Este tipo de método se hace valer por medio de garantías subjetivas, siendo distinto de las garantías reales basadas en activos tangibles e intangibles. Las garantías personales representan la obligación que contrae una persona natural o jurídica de respaldar el pago de una obligación crediticia.

#### **4.6.2. Emisión de obligaciones.**

Las empresas poseen otras opciones o métodos de financiamiento usando la conversión de su pasivo, esto por medio de la emisión de cierto tipo de títulos valores como por ejemplo: las obligaciones de largo plazo, las obligaciones convertibles en acciones o por medio del papel comercial<sup>159</sup>

Estas emisiones son tradicionalmente utilizadas dentro de los procesos de financiamiento o capitalización tanto con fin empresarial como para consumos o adquisiciones personales. Las definimos de forma general como:

---

<sup>159</sup>Cfr. Quintana Yáñez, Diana Maribel, Cultura y práctica bursátil para el financiamiento en el sector empresarial de la provincia de Cotopaxi en el período 2007-2009, Tesis, Escuela Politécnica del Ejército, Ecuador, 2010. Pág. 44.

Las representativas del valor de las obligaciones adquiridas por la empresa mediante la obtención de recursos provenientes de establecimientos de crédito o de otras instituciones financieras u otros entes distintos de los anteriores, del país o del exterior.<sup>160</sup>

O dicho de otra manera, son aquellas responsabilidades que adquieren las personas naturales o jurídicas en favor de entidades de crédito financiero como bancos y corporaciones, con el fin de inyectar liquides y ser capaces de financiarse dentro de un periodo de corto plazo.

Las emisiones de obligaciones son una alternativa fiable y actualmente utilizada de financiamiento empresarial de forma directa, al proporcionar a las empresas capital nuevo con costos más asequibles que los que pueden conseguir mediante préstamos comerciales.<sup>161</sup>

Este tipo de obligaciones dentro del mercado bursátil se dividen en dos tipos que detallamos a continuación.

#### **4.6.2.1. Emisión de obligaciones de largo plazo.**

Antes de empezar nuestro análisis debemos mencionar que las obligaciones son valores representativos de una deuda, que el emisor asume o crea, y que son exigibles según las condiciones de dicha emisión<sup>162</sup> como títulos crediticios representativos del derecho al cobro de intereses y a la recaudación del capital, para lo cual usualmente se usan anotaciones en cuenta, o títulos o cupones, con el respaldo de una garantía general y específica a un determinado plazo e interés, y ofrecidos mediante oferta pública. Este método de financiamiento puede ser usado según el artículo 160 de la Ley de Mercado de Valores, tanto por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de

---

<sup>160</sup> <http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/21/audiobli.htm>, 05junio de 2012

<sup>161</sup> *Cfr.* Figueroa Arguello, Natalia Elizabeth; Valencia Franco, Janina Elizabeth, Emisión de obligaciones “una alternativa en el mercado de valores ecuatoriano para el financiamiento de empresas”, Tesis, Escuela Politécnica del Litoral, 1999, Ecuador, Pág. 68

<sup>162</sup> *Cfr.* [http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/110517211450-0a932ed3e83f4deeb9a3b885de1b4717\\_comoemitirobligaciones.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/110517211450-0a932ed3e83f4deeb9a3b885de1b4717_comoemitirobligaciones.pdf), 20 de agosto de 2.012.

compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador y los organismos seccionales<sup>163</sup>, representando un incremento en el pasivo de dichas empresas.

En otras palabras podríamos decir que, el fin de una emisión de obligaciones podría ser por ejemplo: el financiamiento de capital de trabajo, la restructuración de pasivos, actividades de inversión o cualquier gestión dentro del desenvolvimiento del negocio de dichas compañías según los deseos de su originador, disminuyendo los costos financieros, ya que el interés a pagar respecto a los tenedores de obligaciones será considerablemente menor a la tasa que deberían pagar estos mismos en el caso de financiarse por medio de un préstamo bancario.

#### **4.6.2.2. Emisión de obligaciones convertibles en acciones.**

Es un proceso mediante el cual las compañías mencionadas anteriormente, emitirán obligaciones o papeles de deuda de largo plazo, en otras palabras, de un plazo mayor de 360 días, concediendo el derecho al poseedor de las mismas para transformarlas en acciones de acuerdo a lo establecido en la escritura de constitución de la emisión.

También un punto importante el cual podemos recalcar es que, de acuerdo al artículo 171 de la Ley de Mercado de Valores, “el momento de la creación de este tipo de obligaciones, implica simultáneamente la obligación futura de aumentar el capital social de la compañía, en la cuantía y en el momento respectivo”.

#### **4.6.2.3. Emisión de papel comercial.**

Otro de los mecanismos comprendidos en la emisión de obligaciones es la emisión de papel comercial y es en la cual, una compañía anónima emitirá títulos representativos de deuda de corto plazo, en otras palabras, títulos que poseen plazo de 1 a 360 días, con la particularidad de que con estos títulos se ganará un interés fijo; dichos títulos pueden ser nominativos, a la orden o al portador, poseyendo un valor nominal mínimo y de carácter no

---

<sup>163</sup>Cfr. Artículo 160 de la Ley de Mercado de Valores de Ecuador

renovable. Además permite un cupo de emisiones únicamente hasta el 80 por ciento de los bienes que la garantizarán, esto con un plazo de la autorización de vigencia hasta 2 años renovables. En otras palabras podemos decir que su finalidad es la de financiar el ciclo comercial o industrial de un negocio.<sup>164</sup>

La emisión de obligaciones, que ya lleva varios años en Ecuador ha permitido a varias empresas conseguir nuevos y oportunos capitales, sustituyendo en un número creciente a los medios tradicionales de financiamiento como lo es el crédito bancario que a pesar de los elevados costos de función que representa continúa sin embargo siendo uno de los principales medios de financiamiento para las empresas.<sup>165</sup>

## **4.7. PROCESOS DE TITULARIZACIÓN: EJEMPLOS**

### **4.7.1. Titularización de Flujos**

#### **RESUMEN SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS INDUSTRIAS ALES<sup>166</sup>**

Industrias Ales recurre al mercado bursátil para titularizar valores de contenido crediticio por un monto total de USD 12 millones que proveerá fondos para capital de trabajo a esta compañía, que exporta productos derivados del aceite y otros hacia los principales países de Sudamérica y la China, así como representa las principales marcas mundiales en productos de limpieza para el hogar y maquinaria agrícola.

La titularización está estructurada en dos series. La serie A, contempla 8 millones, el plazo de la inversión es de 1800 días y otorga una tasa de interés del 9%. En tanto que la serie B, contempla 4 millones, tiene un plazo 1080 días y ofrece una tasa de interés del 8,25%. En ambos casos los pagos serán trimestrales. La inversión menor podrá ser de mil dólares en los valores desmaterializados, en cambio, en los materializados será de cinco mil dólares.

---

<sup>164</sup>[http://www.google.com.ec/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=5&ved=0CFEQFjAE&url=http%3A%2F%2Fwww.oblicorp.com%2Findex.php%3Foption%3Dcom\\_docman%26task%3Ddoc\\_download%26gid%3D5%26Itemid%3D&ei=POYzUJrcLZSo8ASysIGQBw&usg=AFQjCNHKc5SulSD3kWp\\_q\\_RggR4GKTf2BA&sig2=7C-BuwChaCDDJY1hfy-Qmg](http://www.google.com.ec/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=5&ved=0CFEQFjAE&url=http%3A%2F%2Fwww.oblicorp.com%2Findex.php%3Foption%3Dcom_docman%26task%3Ddoc_download%26gid%3D5%26Itemid%3D&ei=POYzUJrcLZSo8ASysIGQBw&usg=AFQjCNHKc5SulSD3kWp_q_RggR4GKTf2BA&sig2=7C-BuwChaCDDJY1hfy-Qmg), 15 agosto de 2012

<sup>165</sup>*Cfr.* Quintana Yáñez, Diana Maribel, Cultura y práctica bursátil para el financiamiento en el sector empresarial de la provincia de Cotopaxi en el período 2007-2009, Tesis, Escuela Politécnica del Ejército, Ecuador, 2010. Págs. 44-48.

<sup>166</sup>[http://www.revistalideres.ec/Generales/solo\\_texto.aspx?gn3articleID=22084](http://www.revistalideres.ec/Generales/solo_texto.aspx?gn3articleID=22084), 01 febrero 2012.

El agente pagador de la titularización será el banco Promérica y lo hará a través de cheques o transferencias bancarias. El producto financiero que utiliza Ales, la titularización, requiere de un agente de manejo el cual será una empresa especializada en administración de fiducias como lo es Unifida SA. Los flujos futuros titularizados serán administrados por esta entidad financiera. Así se crea el fideicomiso llamado “Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Industrias Ales”.

La casa de valores a través de la cual es colocada esta titularización en las bolsas y la cual realizó la estructuración, fue Accival, Acciones y Valores. Dicha empresa realizó un estudio sobre la información histórica, de los últimos cuatro años, sobre las ventas y cuentas por cobrar de Ales.

Los valores emitidos por esa empresa tienen una calificación de triple A (AAA) otorgada por la empresa Pacific Credit Rating SA.

Podemos entonces después de haber citado el ejemplo anterior, pasar a su análisis, de acuerdo a los puntos mencionados a lo largo de este trabajo de investigación.

Industrias Ales opta por:

- 1) Recurre a la utilización del mercado bursátil, mediante la intervención de una casa de valores que en este caso es Accival, con el fin llegar a la negociación de títulos valores de contenido crediticio, que son títulos valores de renta fija, y con pagos fijos trimestrales en otras palabras de largo plazo
- 2) Además de utilizar la posibilidad de la estructuración, por medio de series, divididas en dos, series A y B con sus características respectivas,
- 3) Se denomina a un agente pagador y a un agente de manejo para el mantenimiento y buen funcionamiento de la titularización.
- 4) Se menciona también el estudio realizado por medio de la casa de valores de los últimos cuatro años sobre las cuentas de ventas y valores por cobrar de la compañía emisora.
- 5) Finalmente, se menciona la calificación de riesgo aportada a dicha emisión por parte de la calificadora de riesgo en este caso Pacific Credit S.A.

#### **4.7.2. Titularización de Cartera de Crédito.**

## **RESUMEN TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CRÉDITO - CACPECO<sup>167</sup>**

### **Datos Generales sobre el Originador:**

La compañía a titularizar cartera de crédito es la Cooperativa de Ahorro y Crédito de la pequeña empresa del Cotopaxi, CACPECO Cía. Ltda. Con domicilio en Latacunga-Ecuador, su objeto social es la intermediación financiera, por medio de la prestación de servicios financieros a sus socios.

Dentro del ciclo económico del mes de abril de 2008 se generó un activo de \$ 52.700.097 y un pasivo de \$ 42.573.993 lo que deja un patrimonio de \$ 9.483.139 y la cartera de crédito: \$ 42.213.580 con una utilidad a marzo del 2008 de \$ 642.960.

### **Características de la Emisión:**

El monto total de la emisión es de USD \$ 7'500.000,00, con un monto sobre el primer tramo de USD \$ 2.500.000,00; el tipo de emisión es: Valores de Titularización Crediticia – Nominativos.

### **Detalle de Títulos:**

Se dividirán en dos series, la clase A: en 10 títulos de USD \$ 25.000; 5 títulos de USD \$ 50.000,00, y la clase B: 40 títulos de USD \$ 25.000; 20 títulos de USD \$ 50.000,00, el plazo respecto de la clase A es de 720 días (2 años). En base al año comercial, en otras palabras 360 días, el plazo de la Clase B es de 990 días (2,75 años) con base año comercial, 360 días.

---

<sup>167</sup>Cfr.: [http://www.advfinsa.com/emisiones/10\\_E\\_CACPECO.pdf](http://www.advfinsa.com/emisiones/10_E_CACPECO.pdf), 01 agosto de 2012

La tasa interés fijada para la clase A es del 8,00%, y la clase B comprende una tasa fija de 8,50% con un precio de negociación a la par de las mismas emisiones, con un plazo fijo de pago del interés cada 90 días (base año comercial 360 días) el pago del capital respecto de la clase A es de ocho pagos iguales cada 90 días en base año comercial de 360 días, y la clase B en doce pagos iguales cada 90 días (base año comercial 360 días), la cartera titularizada será la cartera de microempresa, en la cual todas las operaciones de crédito mantienen calificación A actual e histórica según la central de riesgos de la Superintendencia de Bancos y Seguros.

La cartera de microempresa, según la normativa bancaria, se considerará en mora luego de transcurridos 5 días de incumplimiento del plazo de vencimiento contractual.

Los mecanismos de cobertura son la sobrecolateralización de la cartera en 3 veces el índice de siniestralidad en conjunto con un fondo de reserva 3 veces mayor el índice de desviación de flujos mensual, sustitución de cartera en mora. Y la opción de canjes, por prepago.

El agente de manejo y pagador será, Trust Fiduciaria S.A.

Lugar de pago: DECEVALE en sus oficinas en Guayaquil y Quito

Calificación de Riesgos: “AAA” realizada por Calificadora de Riesgos Ecuability Estructurador y Colocador: Casa de Valores Adfin S.A.

El sistema de colocación será por medio del mercado bursátil y el destino final de los recursos será empleado como capital de trabajo, para originar una nueva cartera de crédito.<sup>168</sup>

Análisis:

- 1) Como pudimos observar en el ejemplo anterior este proceso se origina a través de la conformación de un patrimonio autónomo, mediante la transferencia de Cartera de Crédito Comercial (C.C.C.), la cual servirá de garantía para establecer un contrato con una fiduciaria, encargada de emitir instrumentos de deuda para colocarlos dentro del

---

<sup>168</sup> Cfr. <http://www.google.com.ec/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CEUQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.dspace.espol.edu.ec%2Fbitstream%2F123456789%2F7159%2F1%2FTESIS%2520TITULARIZACION%2520CARTERA%2520CREDITO%2520COMERCIAL.doc&ei=YqQ1UK3XMpKc8gT-iIDwAQ&usg=AFQjCNEdOz6TVQtU36P6rCANiQddJ83Jlg&sig2=5whzWJcF8asC-HtUuw8Sdw>, 20 agosto de 2012

mercado de valores, con la finalidad de facultar a esta compañía para la conversión de su cartera de crédito, en recursos presentes, sin perder la rentabilidad de los mismos, mejorando el nivel de fondos líquidos a disponer de dicha compañía.

- 2) Respecto de las características de la emisión, ésta utiliza la segmentación en su primer tramo a titularizar, se divide en dos clases, la clase A compuesta por 10 títulos de 25.000 y 5 títulos de 50.000 y la clase B compuesta por 40 títulos de 25.000 y 20 títulos de 50.000,00.
- 3) La presente cartera, cuenta con las garantías que presenta la realización de un estudio historial tipo “A” además de una calificación de riesgo por parte de la calificadora Ecuability.
- 4) Se utilizan varios mecanismos de garantía o cobertura a fin de asegurar de forma indirecta a los inversionistas en este caso una sobrecolateralización de cartera de tres veces el índice de siniestralidad, un fondo de reserva de 3 veces el índice de desviación de flujos mensual y una sustitución de cartera en caso de mora, además de la posibilidad de realizar canjes por pagos anticipados,
- 5) Finalmente cabe puntualizar que existe también un fin determinado, el cual tendrán los fondos resultantes a esta titularización de cartera de crédito, que es su transferencia a la cuenta “capital de trabajo, para originar una nueva cartera de crédito”, y dichos fondos se obtendrán producto de la venta de los títulos que fluirán desde los inversionistas a la sociedad administradora de los fondos y de ésta hacia su originador.

#### **4.7.3. Titularización de Proyectos Productivos.**

### **RESUMEN TITULARIZACIÓN DE PROYECTO INMOBILIARIO OMNIHOSPITAL<sup>169</sup>**

Las características y condiciones principales de los títulos valores del Fideicomiso Mercantil “Titularización OMNIHOSPITAL” a emitirse son las siguientes:

---

<sup>169</sup>Cfr. <http://www.ecuability.com/documentos/INFORMES%20PDF/TITULARIZACION%20OMNIHOSPITAL.pdf>, 11 junio de 2012

Originador: Duncan Business Inc.

Administrador del Proyecto: Pronobis S.A.

Fiduciario y Agente de Manejo: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y

Estructurador Legal: Profile Legal (Profilegal Cía. Ltda.)

Estructurador Financiero: Merchantbansa S.A.

Agente Pagador: Fiducia S.A.

Agente Colocador: La fuerza de ventas de Pronobis y en coordinación con todas las casas de valores, en el mercado bursátil y extra bursátil, en las 2 bolsas de valores de país.

El patrimonio autónomo a titularizar se encuentra conformado inicialmente por US\$1.000,00 de aporte en efectivo, correspondiente a la totalidad de acciones de Medivici S.A. propietaria del terreno y de Kemprot S.A. propietaria de los estudios y del desarrollo arquitectónico del proyecto del hospital, así como de un capital de riesgo de US\$ 833.165 y los recursos provenientes de las ventas de 2.800 títulos, el valor total de la emisión será de dieciséis millones ochocientos mil dólares (US\$16'800.000) mediante el uso de la oferta pública. Y la calificación otorgada por la calificadora de riesgo es de "AAA" al 31 de octubre del 2005.

Los títulos se denominarán de la siguiente forma: 2.800 VTP – OMNI HOSPITAL VTP's valores de titularización de participación de seis mil dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 6.000.00) cada uno, con un plazo de colocación de hasta 180 días hábiles renovables por una vez en el mismo plazo. Los beneficios para el inversionista serán la rentabilidad correspondiente a lo que produzca el proyecto, luego de que comience a operar el hospital y otros beneficios adicionales el destino de los recursos será la construcción del Proyecto OMNI HOSPITAL, en la ciudad de Guayaquil.

Análisis:

Este tipo de titularización conlleva un proceso a través del cual la empresa podrá obtener liquidez en el tiempo presente, por activos que generarían flujos en el futuro, permitiéndole la implementación y desarrollo de proyectos de crecimiento, estos flujos podrán ser aprovechados a la actualidad a pesar de aún no haber sido generados al tiempo presente. Dentro de este tipo de titularizaciones podemos encontrar proyectos como el caso analizado previamente en el cual se utiliza el proceso de titularización de proyecto

inmobiliario, con el fin de la ampliación estructural y la realización general de actividades de dicha planta, además de la generación de flujos para sus inversionistas.

El uso de este mecanismo de reactivación de fondos pasivos ha venido incrementándose año tras año, además de haberse ido sumando cada vez más nuevas empresas en ésta práctica, ejemplos de esto en el año 2010 son los siguientes: según información de la bolsa de valores estos emisores han realizado titularizaciones respecto de sus flujos como mecanismo de financiamiento alternativo a los financiamientos tradicionales:

**DELCORP**, Fideicomiso Mercantil, primera Titularización Delcorp con un valor efectivo de 687,967, rendimiento promedio ponderado de 9.30, plazo promedio ponderado de 1440 y un precio promedio ponderado de 97.58

**AZUCARERA VALDEZ**, Fideicomiso Mercantil Titularización Azucarera Valdez con un valor efectivo de 1, 002,000 rendimiento promedio ponderado 8.00, plazo promedio ponderado de 1065 y un precio promedio ponderado de 100.00.

**EBC** Fideicomiso Mercantil Titularización EBC Valdez con un valor efectivo de 60,227 rendimiento promedio ponderado 6.06, plazo promedio ponderado 325 y un precio promedio ponderado de 100.38.

**ECUAFARMACIAS**, Fideicomiso Mercantil Titularización Ecuafarmacias I con un valor efectivo de 348,26 un rendimiento promedio ponderado de 9.00, plazo promedio ponderado de 1636 y un precio promedio ponderado de 99.98.

**ECUAVEGETAL**, Fideicomiso Mercantil 1era Titularización Ecuavegetal con un valor efectivo de 5, 490,000 rendimiento promedio ponderado de 8.47, plazo promedio ponderado de 1435 y un precio promedio ponderado de 100.00.

**VECONSA**, Fideicomiso Mercantil 1 era Titularización Veconsa con un valor efectivo de 6, 499,983 rendimiento promedio ponderado de 8.17, plazo promedio ponderado de 1300 y un precio promedio ponderado de 100.00.

**ARTEFACTA**, Fideicomiso Mercantil 1era Titularización de Flujos Futuros Artefacto con un valor efectivo de 44,789 rendimiento promedio ponderado de 8.60 plazo promedio ponderado de 1022 y un precio promedio ponderado de 99.53.

**AMAZONAS**, Fideicomiso Mercantil 4ta Titularización de Cartera Automotriz Amazonas II, con un valor efectivo de 300,000 rendimiento promedio ponderado de 9.30 plazo promedio ponderado de 1040 y un precio promedio ponderado de 100.00.

**CUOTAFACIL UNIBANCO**, Fideicomiso Titularización Cuotafacil Unibanco - CERO UNO, con un valor efectivo de 1, 400,000 rendimiento promedio ponderado de 7.77 plazo promedio ponderado de 728 y un precio promedio ponderado de 100.00.

**FADESA**, Fideicomiso Mercantil Irrevocable 1era Titularización de Flujos FADESA con un valor efectivo de 7,500 rendimiento promedio ponderado 8.50 plazo promedio ponderado 1011 y un precio promedio ponderado de 100.00.

**AMAZONAS**, 2da Titularización de Cartera Comercial Amazonas 1er Tramo, con un valor efectivo de 30,000 rendimiento promedio ponderado 8.63 plazo promedio ponderado 439 y un precio promedio ponderado de 100.00.

El monto total acumulado de todas las inversiones antes mencionadas referentes al año 2010, alcanzan un valor efectivo de 15, 870,728, un rendimiento promedio ponderado de 8.31, con un plazo promedio ponderado de 1284 y un precio promedio ponderado de 99.89<sup>170</sup>.

Los criterios de incremento respecto del año 2011, comprenden un boom en titularizaciones del mercado automotriz, como por ejemplo el caso de titularización Unifinsa sociedad financiera la cual emite en el ruedo bursátil de la Bolsa de valores de Quito (BVQ) su primer tramo de \$5 millones en cartera automotriz.

---

<sup>170</sup>[http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/titularizaciones/110809151536-e49d931bc6d940f9bba3a21c76a75ce0\\_titularEne10.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/titularizaciones/110809151536-e49d931bc6d940f9bba3a21c76a75ce0_titularEne10.pdf), 29 agosto de 2012.

La emisión se encuentra dividida de la siguiente forma: serie A, con plazo de 1020 días (\$1,66 millones); serie B, a 1050 días de plazo (\$1,66 millones), y la serie C, a 1 080 días de plazo (\$1,68 millones). La tasa de interés para todas es de 8%<sup>171</sup>.

Fideicomiso II Titularización de flujos Nestlé con un valor efectivo equivalente a 1.529.031, rendimiento promedio ponderado de 6,78, plazo promedio ponderado 1437, y un precio promedio ponderado de 101,26.

COMANDATO, Fideicomiso Mercantil 5ta Titularización Cartera Comercial Comandato con un valor efectivo de 10.000 rendimiento promedio ponderado de 8,80 plazo promedio ponderado de 926 y un precio promedio ponderado de 100,00.

AUTOMOTORES Y ANEXOS, Fideicomiso Mercantil 1era Titularización Automotores y Anexos con un valor efectivo de 1.799.930 rendimiento promedio ponderado de 7,25 plazo promedio ponderado 1387 y un precio promedio ponderado de 100,00.

ENERGY&PALMA, Fideicomiso Mercantil 1era Titularización Energy & Palma con un valor efectivo de 1.009.958 rendimiento promedio ponderado de 7,50 plazo promedio ponderado de 1747 y un precio promedio ponderado de 100,00.

VOLANN, Fideicomiso Mercantil Titularización de Cartera Inmobiliaria Volann 2do Tramo, con un valor efectivo de 459.683 rendimiento promedio ponderado de 8,25 plazo promedio ponderado 3600 y un precio promedio ponderado de 98,91.

BANCO SOLIDARIO, Fideicomiso Mercantil Solidario Uno, con un valor efectivo de 3.000.000 rendimiento promedio ponderado de 6,50 plazo promedio ponderado de 1083 y un precio promedio ponderado de 100,00.

AMAZONAS, Fideicomiso Mercantil 6ta Titularización de Cartera Automotriz Amazonas, con un valor efectivo de 303.274 rendimiento promedio ponderado de 5,15 plazo promedio ponderado de 351 y un precio promedio ponderado de 101,09.

---

<sup>171</sup>Cfr.

<http://www.bolsadequito.info/inicio/prospectos/titularizaciones/08d243ae09f195b990dfd0e39dc548f0/>, 31, agosto de 2012.

ARTEFACTA, Fideicomiso Mercantil 2da Titularización Artefacta, con un valor efectivo de 297.377 rendimiento promedio ponderado de 7,75 plazo promedio ponderado 1412 y un precio promedio ponderado de 99,13.

G M HOTEL, Fideicomiso G M Hotel con un valor efectivo de 35.400.

HOTEL CIUDAD DEL RIO, Fideicomiso Hotel Ciudad del Rio, con un valor efectivo 170.000.

M. PICHINCHA, 6to Fideicomiso Mercantil M. Pichincha (FIMUPI) con un valor efectivo de 414.832 rendimiento promedio ponderado de 5,20 plazo promedio ponderado de 1.376 y un precio promedio ponderado de 100, 86.

El Total General, conseguido tuvo un valor efectivo de 9.029.485, rendimiento promedio ponderado de 6,69 plazo promedio ponderado de 1381 y un precio promedio ponderado de 97,93<sup>172</sup>.

Otro caso es el de la Segunda Titularización de Flujos Nestlé Ecuador con un monto de USD 74, 000,000.00 y una Calificación de riesgo correspondiente a sus cuatro series de “AAA” con fecha de junio de 2012.<sup>173</sup>

Basado en los ejemplos anteriores podemos concluir que en los últimos años la usanza empresarial del proceso de titularización ha sufrido una mayor implementación dentro del Ecuador, con el número creciente de instituciones o empresas que optan por esta alternativa de financiamiento y no únicamente en pos de la búsqueda de liquidez, sino que también usándola para la indagación en las posibilidades de diversificación. Cabe mencionar que comprendidos en esta metodología pueden estar facturas, inventarios, activos fijos, flujos futuros además de proyectos productivos.

---

<sup>172</sup> Cfr. [http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/titularizaciones/110414165846-c896fbb079994e2e94518d37b5940dd3\\_titularEn.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/titularizaciones/110414165846-c896fbb079994e2e94518d37b5940dd3_titularEn.pdf), 27 agosto de 2012

<sup>173</sup> Cfr. [http://www.bankwatchratings.com/index.php?option=com\\_calificacion\\_bwr&view=reporte&layout=empresa&id=88&Itemid=7](http://www.bankwatchratings.com/index.php?option=com_calificacion_bwr&view=reporte&layout=empresa&id=88&Itemid=7), 28 agosto de 2012

Estos beneficios son cada vez más atractivos ante los ojos de los empresarios e inversionistas que pretenden hallar nuevas fuentes de financiamiento alternativas a las formas tradicionales, lo que puede significar nuevas fuentes y formas de ganancias para la economía ecuatoriana.

#### **4.8. CONCLUSIONES**

- Al término del presente trabajo se ha brindado una óptica sobre los conceptos fundamentales para la comprensión tanto del funcionamiento económico del mercado como de sus intermediarios y los métodos de negociación utilizados dentro y fuera del mercado bursátil.

- También a lo largo de este estudio hemos estudiado los mecanismos económicos de financiamiento como son los métodos de la titularización y del fideicomiso, temas de los cuales aún quedará mucho por decir, estudiar y analizar, pero nos han permitido abrir nuestros caminos hacia la posibilidad de su utilización para el desarrollo tanto empresarial como económico de Ecuador.
- En consecuencia a la investigación realizada señalaré que es posible el considerar de gran importancia al fideicomiso para la generación de flujos futuros, sin embargo su éxito depende en gran medida a la regulación, tratamiento de los fideicomisos mercantiles y evitar que se apliquen criterios subjetivos que incluso podrían ser arbitrarios en algunos casos por la falta de normativa.
- Existen una gran variedad de ventajas que destacan cuando hablamos sobre la titularización de flujos futuros, en mi opinión, las principales son aquellas las cuales nos ayudan a crear una nueva alternativa de financiamiento para las empresas originadoras, a fin de que resulte en liquidez. Puede asistirnos, tanto para la expansión de un negocio, como para el pago de obligaciones o para la generación de una posibilidad de reinversión de capital, además del beneficio de generar mayor rentabilidad para los diferentes inversionistas.
- El recurrente desarrollo (social) de estas metodologías podría ayudar a la reactivación y evolución de nuestro mercado de valores, me refiero a impulsar a las bolsas de valores ecuatorianas a la incursión en la posibilidad de integrarse a los mercados internacionales, generando nuevas posibilidades de inversión, como de posibles ganancias para el inversionista y las empresas ecuatorianas.
- El Ecuador es un país en vías de desarrollo, muchas empresas y microempresas se encuentran en un período crítico de expansión, en el cual, una decisión de apalancamiento podría impulsar o hundir a estas empresas.
- La titularización puede ser considerada como una alternativa factible a los procesos o medios de financiamiento tradicionales como por ejemplo préstamos, o créditos, ventas

de acciones de las empresas o diversas garantías afectando de menor forma las obligaciones comprendidas dentro del pasivo de las compañías.

#### **4.9. RECOMENDACIONES**

- La empresa ecuatoriana ha accedido normalmente, y debido a su gran grado de usanza al financiamiento empresarial, por medio de créditos provenientes de la banca privada, a pesar de sus tasas de interés muy altas, lo estricto de sus condiciones para la

otorgación de dicho préstamo, que consecuentemente causa limitaciones indebidas a su operación y la disminución de sus utilidades, por estos motivos es de suma importancia la implementación de proyectos, que posean como finalidad, la de dar a conocer el funcionamiento de los mercados bursátiles y en concreto de los métodos de financiamiento empresarial alternativos, como por ejemplo, trabajos investigativos como éste.

- La incorporación de los sistemas de fideicomisos en entidades públicas y privadas, mismos que permitirán el establecer flujos futuros eficientes con beneficios financieros sostenibles.
- Establecer sistemas de información gerencial confiables y oportunos, y con ello mantener constantes análisis de costos de oportunidades del financiamiento.
- Incorporar líneas de financiamiento a la desintermediación financiera, la misma que resulta económicamente más beneficioso por sus costos y plazos.
- La titularización es un proceso jurídico económico factible para la engendrar una mayor apertura del mercado para las empresas ecuatorianas, esto de acuerdo a sus características y a los elementos que constituyen este proceso, poniendo énfasis en el factor de que en dichos procesos el originador, no es el calificado, en su lugar son las características del patrimonio autónomo, las cuales son las evaluadas y posteriormente ofertadas, mi recomendación es la de la creación de “pools” de empresas, con su indispensable asesoramiento y en armonía con el derecho ecuatoriano, las cuales puedan generar un patrimonio mayormente atractivo que posteriormente se visualizarán en títulos valores ventajosos tanto para los originadores, como para los inversionistas y el mercado.
- También es altamente recomendable la apertura al capital accionario a fin de que el valor de las empresas puedan ser tasadas en el mercado bursátil, y acceder a nuevos recursos financieros.
- En mi opinión este tipo de mecanismo está aún lejos de explotarse por completo en la economía ecuatoriana existen varias modalidades de percepción de fondos que aún no

están siendo utilizadas y que de forma más creativa podrían permitir un desarrollo mayor respecto de las posibilidades de equipamiento, expansión y crecimiento de los negocios o empresas ecuatorianas; un ejemplo de esto pueden ser las universidades o colegios, que titularizando los flujos futuros a percibir por el concepto de pago de colegiaturas o pensiones, podrían ser un foco de inversión factible y llamativo dentro de una gama de oportunidades de inversión existentes.

#### **4.10. BIBLIOGRAFÍA.**

**Albuja Rodríguez, María Gabriela; Meza Muñoz, Raquel Elizabeth, 2006, La Titularización inmobiliaria como una nueva alternativa de inversión y financiamiento para el sector privado de la construcción, Tesis, Escuela Politécnica Nacional, Quito.**

**Alessandri Rodríguez, Arturo, 1987**, Los Bienes y los derechos reales, Imprenta Universal, Santiago, Chile.

**Allan, 2007**, Mercado de valores, Comisión Nacional de Valores, Panamá.

**Alvarez Correa, Eduardo, 1999**, Contratos Bancarios, Universidad de Los Andes, Bogotá.

**Andrade, Ruben Dario. 2003**, Legislación económica del Ecuador, Abya Yala, Quito.

**Arteaga, Juan Rafael Bravo, 2008**, Derecho tributario. Escritos y reflexiones, Colección Textos de Jurisprudencia, Bogotá.

**Báez, Julio C, 2008**, Protección del Fideicomiso Financiero, Editorial Universidad, Buenos Aires.

**Borja Gallegos, Ramiro Alfonso, 1995**, La Fiducia o Fideicomiso Mercantil y La Titularización, Editorial Jurídica del Ecuador, Quito.

**Brigham Weston, Eugene. 1996**, Fundamentos de Administración Financiera, Thomson, México.

**Bolsa de valores de Quito, 2011**, Manual de inscripción de valores, Ecuador.

**Cabanellas Guillermo, 1981**. Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual, editorial Heliasta, tomo IV, 20a edición, Argentina,

**Bolsa de Valores de Guayaquil, 2010**, Titularización un boom, Diario Expreso 29 Octubre, Ecuador.

**Casas Sanz, Eduardo de Sanatamaría, 1997**, La Fiducia, Temis, Bogotá.

**Campos, Erick F, 2012**, Titularización: Beneficios, Riesgos y Calificación, Evaluando el riesgo. Artículo [www.Capitales.com](http://www.Capitales.com).

**Chambers, Jordan y Lorda, 1996**, Calificación de Emisiones de Deuda con Garantía de Cuentas por Cobrar en el Extranjero, en Calificaciones y Comentarios, Standard & Poor's. México.

**Cevallos Vasquez Victor, 2011**, Manual de Derecho Mercantil, Editorial Jurídica del Ecuador, Ecuador.

### **Código Civil de Ecuador**

**Consejo Nacional de Valores, 2001**, Reglamento sobre negocios fiduciarios, Resolución CNV-004-2001 R.O. 321 08-05-2001, Ecuador.

**Consejo Nacional de Valores, 2006**, Codificación de Resoluciones Expedidas, Resolución No. CNV-008-2006, Art. 5, Ecuador.

**Consejo Nacional de Valores, 2001**, Reglamento sobre Procesos de Titularización Aplicable a Originadores de Derecho Privado, Resolución CNV.008.2001, Ecuador.

**Consejo Nacional de Valores, 2001**, Reglamento Sobre Negocios Fiduciarios, Resolución CNV-004-2001, R.O. 321 08-05-2001, Ecuador.

**Consejo Nacional de Valores, 2010**, Reforma a la Codificación de Resoluciones del C.N.V., R.O. No. 227-2010, Ecuador.

**Consejo Nacional de Valores, 2001**, Resolución Número CNV-003-2001, Ecuador.

**Consejo Nacional de Valores, 2002**, Reglamento para la Emisión de Obligaciones y Papel Comercial, Resolución CNV-010-2002, Ecuador.

**Corrales Granizo, Jenny Alexandra; Velasco Berrezueta, Luis Antonio, 2003**, Titularización de flujos de Caja Futuros para Empresas del Sector Financiero Ecuatoriano, Tesis, PUCE, Quito, Ecuador.

**Charco, Nelly Jeaneth, 2009**, Ventajas del Proceso de Titularización en el Ecuador durante los últimos cinco años, Tesis, Escuela Politécnica del ejército, Latacunga, Ecuador.

**Dávalos Mejía, Carlos. 1992**, Derecho Bancario y Contratos de crédito, Harla, México DF.

**Fajardo Gómez, Esther Elizabeth; Egas Minuche, Carlos Manuel; Méndez Prado, Mariela, 2009**, Fideicomiso de Titularización de Flujos Futuros de un Restaurante de Comidas Rápidas, Tesis, Escuela Superior Politécnica del Litoral, Ecuador.

**Figuroa Arguello, Natalia Elizabeth; Valencia Franco, Janina Elizabeth, 1999**, Emisión de obligaciones “una alternativa en el mercado de valores ecuatoriano para el financiamiento de empresas”, Tesis, Escuela Politécnica del Litoral, Ecuador.

**Fondos del Pichincha. 2011**. Fondos Pichincha S.A. [En línea] 2011. [Citado el: 01 de 08 de 2011.] [http://www.fondospichincha.com/paginas/encargo\\_fidu.html](http://www.fondospichincha.com/paginas/encargo_fidu.html).

**Gaitán Cuesta, Diana Paola, 2004**, El contrato de Fiducia mercantil, Tesis, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá.

**García-Muñoz, José Alpiniano, 2001**, Derecho económico de los contratos, Librería del Profesional, Bogotá.

**Gregory Mankiw, 2002**. Principios de Economía, tercera edición, McGraw-Hill, México.

**González Meneses, Ingrid Airi, 2001**, El fideicomiso de inversión, vía idónea para la implementación de procesos de titularización de activos en Guatemala, Tesis, Universidad Francisco Marroquín, Guatemala.

**González Torre Roberto, 2000**, El Fideicomiso, Edino, Guayaquil-Ecuador.

**Guercio María Belén, 2008**, Tesis, El Mercado de Renta Fija Argentino, Análisis Interno y Comparativo.

**Hidalgo Revelo, Marlon, 2011**, Tesis, Universidad Andina Simón Bolívar, Determinación de la viabilidad financiera para la constitución de fideicomisos de titularización de proyectos inmobiliarios y para la instrumentación de créditos bancarios con garantía hipotecaria como mecanismos de obtención de liquidez para la construcción de proyectos inmobiliarios en el Ecuador, Quito.

**Herrera Coello, Alex Paúl; Sánchez Escobar, Juan Carlos, 2006**, El fideicomiso mercantil como forma de financiamiento para la construcción de viviendas en la ciudad de Quito y su impacto en el mercado de valores, Tesis, Escuela Politécnica Nacional, Ecuador.

**Hernández Mangones, Gustavo, 2006**, Diccionario de Economía, Universidad Cooperativa de Colombia, Colombia.

**HR Ratings, 2008, Metodología de Calificación para la Bursatilización de Flujos Futuros**, México.

**Instituto Interamericano de Cooperación para la Agricultura, 1995**, El papel de las Bolsas de Productos en la apertura comercial e integración de los mercados, Bolsa Nacional Agropecuaria de Colombia, Colombia.

**Kelsen, Hans, 1960**, Teoría pura del derecho, Editorial Universitaria de Buenos Aires, Argentina.

**Kiper. S. Lisoprawski, 2004**, Tratado de Fideicomiso. 2ª edición, Lexis Nexis, Buenos Aires.

**Kotler, Armstrong, Cámara y Cruz, 1999**, Marketing, Décima Edición, Prentice Hall, México.

**Larrea Holguín Juan, 2005**, Manual Elemental de Derecho Civil del Ecuador, Séptima Edición; Volumen II; Ecuador.

**Larrea Holguín, Juan, 2005**, Manual Elemental de derecho Civil del Ecuador, Corporación de Estudios y Publicaciones, Volumen IV, Ecuador.

**Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, 1994**, Suplemento del Registro Oficial No. 439-1994, Ecuador.

**Lorenzetti, Ricardo Luis, 2000**, Tratado de los Contratos, Rubinzal Culsoni, Santa fe.

**Martínez Solano, Pedro; Yagüe Guirao, José; López Martínez, Fulgencio, 2006**, **Titulización** de Activos: Efectos sobre el valor de las Entidades Bancarias, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A., España.

**Mascareñas, Juan; Lejarriaga, 2008**, monografías Juan Mascareñas sobre finanzas Corporativas, Riesgos Económico y financiero, ISSN: 1988-1878, Madrid.

**Mejía, Vicente Cuartas, 2006**, Diccionario económico financiero, Lorenza Correa Restrepo, Medellín.

**Méndez Morales, José Silvestre, 2002**, Fundamentos de Economía, Mc Graw –Hill, México.

**Moreno Corredor, Luis Alfonso, 2010**, Oportunidades de Financiamiento para los entes locales en el Siglo XXI, Universidad Internacional de Andalucía, España.

**Muci Facchin, Gustavo, 2002**, Algunos aspectos legales de la titularización de créditos bancarios, S.N,Caracas.

**Muci Facchin Gustavo; Ponte, Rafael Martín, 2004**, Regulación bancaria, Fundación Banco Mercantil, Caracas.

**Muñoz Echeverría, Santiago Hernán, 2004**, la Titularización como Instrumento de Financiamiento en Ecuador, Periodo 2000-2003, Tesis, PUCE, Quito.

**Ospina, Guillermo, 1998**, Teoría general de los actos o negocios jurídicos, Temis, Bogotá.

**Ossorio Manuel, 1990**, Diccionario de Ciencias Jurídicas Políticas y Sociales, editorial Heliasta, Argentina.

**Palma Aguas Ximena Patricia, 2007**, Tesis magistral, La banca como originadora en procesos de titularización en el ecuador, Universidad Andina Simón Bolívar, Ecuador.

**Pereira Orellana Diego Fernando, 2004-2006**, Tesis de maestría, Régimen jurídico tributario municipal aplicable al Fideicomiso Mercantil en el caso Ecuatoriano, Tesis, Universidad Andina Simón Bolívar, Ecuador.

**Polastri Amat Gloria María, Cesar Gutiérrez, 2009**, Tesis, Desarrollo del Mercado de Capitales en el Ecuador, Ecuador.

**Quintana Yáñez, Diana Maribel, 2010**, Cultura y práctica bursátil para el financiamiento en el sector empresarial de la provincia de Cotopaxi en el período 2007-2009, Tesis, Escuela Politécnica del Ejército, Ecuador.

**Raynes, Sylvain y Ann Rutledge,2003**, El análisis de valores estructurados, Oxford U Press, EE.UU.

**Registro oficial, 2011**, Número 460-2011, Ecuador.

**Rodríguez C, Oscar, 2006**, La Titularización en vías y carreteras como alternativa de financiamiento de la obre pública y su mantenimiento, Tesis, Instituto de altos estudios nacionales, Ecuador.

**Sablich Huamani, Charles Alexander, 2010**, El contrato de fideicomiso: Regulación y perspectivas de desarrollo en el Perú, Tesis, Universidad Nacional San Luis Gonzaga de Ica, Perú.

**Sánchez Ortiz, Karen Lisseth; Espinoza Poma, Diana Elizabeth, 2008**, Tesis, Titularización de Cartera de Crédito Comercial como método para obtener recursos financieros en el sector bancario, Ecuador.

**Hernández Mangones, Gustavo, 2006**, Diccionario de Economía, Universidad Cooperativa de Colombia, Colombia.

**Sergio, Rodríguez Azuero, 2005**, Contratos Bancarios, FELABAN, Bogotá.

**Superintendencia de Compañías. 1996**, La Fiducia, s.n, Quito.

**Superintendencia de Compañías**, Folleto divulgatorio N. 14

**Superintendencia de Valores, 1997**, La titularización en Colombia: una ventana hacia la modernización financiera, Superintendencia de Valores, Bogotá.

**Tavakoli, Janet. 2005** caveat emptor, Revisión de Riesgos GARP, Revista de la Asociación Mundial de Profesionales de Riesgo, EE.UU.

**Terán León Gina Narcisa, 2009**, La Titularización de Flujos Futuros como Mecanismo de Financiamiento de las Empresas, desde el punto de vista de las Casa de Valores, Ecuador.

**Torre, Abelardo, 2002**, Introducción al Estudio del Derecho, Abeledo – Perrot, Buenos Aires.

**Zapata Sagatsume, Juan Carlos, 2001**, Fideicomiso Testamentario como facilitador de planificación patrimonial, Tesis, Universidad San Francisco Marroquín, Guatemala.

## **Linkcografía**

- <http://www.regional-investment.com/uploaded/content/category/1187349463.pdf>, 12 junio de 2012.
- <http://www.paraisos-fiscales.info/fideicomiso.html>, 01 febrero de 2013.

- <http://fernandobalda.wordpress.com/2012/08/05>, 01 febrero de 2013.
- <http://www.inma-economia.blogspot.com/2011/03/balamos-de-tipos-de-mercado-y-su.html>, 22 abril de 2012.
- <http://www.mexiconomico.blogspot.com/2009/06/la-ley-de-la-oferta-y-la-demanda.html>, 1 junio de 2012.
- <http://www.encyclopedia2.thefreedictionary.com/Market+%28economics%29>, 22 mayo de 2012.
- <http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin/elmercadovalores.htm>, 11 junio de 2012.
- <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/que-se-negocia/>, 04 junio de 2012.
- <http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin/elmercadovalores.htm>, 16 de marzo de 2012.
- <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/preguntas-frecuentes-3>, 04 junio de 2012.
- <http://www.bolsadequito.info/inicio/conosca-el-mercado/la-rueda-de-bolsa/>, 04 junio de 2012.
- <http://www.auladeeconomia.com/Bolsas%20de%20valores.ppt>, 12 julio de 2012.
- <http://www.slideserve.com/Samuel/la-titularizaci-n-y-la-globalizaci-n-financiera>, 20 junio de 2012.
- <http://www.capitales.com/riesgo/articulos/nota-tecnica.html>, 20 junio de 2012.
- <http://www.slideserve.com/Samuel/la-titularizaci-n-y-la-glogablizaci-n-financiera.html>, 20 junio de 2012.
- <http://www.supercias.gov.ec./Documentacion/Mercado%20de%20valores/Proteccion%20al%20inversionista/PreguntasYRespuestasFrecuentes.pdf>, 26 junio de 2012.
- [http://www.es.davidzambrano.wikia.com/wiki/La\\_Titularizaci%C3%B3n\\_de\\_Activos](http://www.es.davidzambrano.wikia.com/wiki/La_Titularizaci%C3%B3n_de_Activos), 09 junio de 2012.
- <http://www.bolsadequito.info/inicio/serch/venta+de+acciones/feed/rss2/>, 01 enero de 2012.
- <http://www.supercias.gov.ec./Documentacion/Mercado%20de%20valores/estadisticas/Costos>

%20de%20Emisiones/4%20Costos%20de%20Procesos%de%Titularizacion.pdf, 20 junio de 2012.

- <http://www.bves.com.sv/fiab/docs/pdf/titularizaciones.pdf>. 14 junio de 2012.
- [http://www.euroresidentes.com/empresa\\_empresas/diccionario\\_de\\_empresa/finanzas/r/riesgo-economico.htm](http://www.euroresidentes.com/empresa_empresas/diccionario_de_empresa/finanzas/r/riesgo-economico.htm). 19 junio de 2012
- <http://www.derechocomercial.edu.uy>, 20 julio de 2012
- [http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/titularizaciones/120813175644-0f52038b6e9d4ef49f25c81139aa437c\\_titularJul12.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/titularizaciones/120813175644-0f52038b6e9d4ef49f25c81139aa437c_titularJul12.pdf), 01 agosto de 2012.
- <http://www.negocios-en.blogspot.com/2009/10/fiducia-de-titularizacion.html>, 01 junio de 2012.
- <http://www.definision.de/flujo-de-efectivo>, 10 junio de 2012
- [http://www.contadoresyempresas.com.pe/boletines\\_revistas/abril\\_2006/Financiero\\_07.pdf](http://www.contadoresyempresas.com.pe/boletines_revistas/abril_2006/Financiero_07.pdf), 1, julio de 2012
- <http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/21/audiobli.htm>, 05 junio de 2012.
- [http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/110517211450-0a932ed3e83f4deeb9a3b885de1b4717\\_comoemitirobligaciones.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/manuales-de-inscripcion-de-valores/obligaciones/110517211450-0a932ed3e83f4deeb9a3b885de1b4717_comoemitirobligaciones.pdf), 20 agosto de 2012.
- [http://www.google.com.ec/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=5&ved=0CFEQFjAE&url=http%3A%2F%2Fwww.oblicorp.com%2Findex.php%3Foption%3Dcom\\_docman%26task%3Ddoc\\_download%26gid%3D5%26Itemid%3D&ei=POYzUJrcLZSo8ASysIGQBw&usg=AFQjCNHKc5SulSD3kWp\\_q\\_RggR4GKTf2BA&sig2=7C-BuwChaCDDJY1hfy-Qmg](http://www.google.com.ec/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=5&ved=0CFEQFjAE&url=http%3A%2F%2Fwww.oblicorp.com%2Findex.php%3Foption%3Dcom_docman%26task%3Ddoc_download%26gid%3D5%26Itemid%3D&ei=POYzUJrcLZSo8ASysIGQBw&usg=AFQjCNHKc5SulSD3kWp_q_RggR4GKTf2BA&sig2=7C-BuwChaCDDJY1hfy-Qmg).
- [http://www.revistalideres.ec/generales/solo\\_texto.aspx?gnarticleID=22084](http://www.revistalideres.ec/generales/solo_texto.aspx?gnarticleID=22084), 01 febrero de 2012.
- [http://www.advfinsa.com/emisiones/10\\_E\\_CACPECO.pdf](http://www.advfinsa.com/emisiones/10_E_CACPECO.pdf), 01 agosto de 2012
- <http://www.ecuability.com/documentos/INFORMES%20PDF/TITULARIZACION%20OMNIHOSPITAL.pdf>. 11 junio de 2012.
- [http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/titularizaciones/110809151536-e49d931bc6d940f9bba3a21c76a75ce0\\_titularEne10.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/titularizaciones/110809151536-e49d931bc6d940f9bba3a21c76a75ce0_titularEne10.pdf), 29 agosto de 2012.

- <http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/prospectos/titularizaciones/08d243ae09f195b990dfd0e39dc548f0/>, 31 agosto de 2012.
- [http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/titularizaciones/110414165846-c896fbb079994e2e94518d37b5940dd3\\_itularEn.pdf](http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/boletines-mensuales/titularizaciones/110414165846-c896fbb079994e2e94518d37b5940dd3_itularEn.pdf), 27 agosto de 2012.
- [http://www.bankwatching.com/index.php?option=com\\_calificacion\\_bw&view=reporte&layout=empresa&id=88&Itemid=7](http://www.bankwatching.com/index.php?option=com_calificacion_bw&view=reporte&layout=empresa&id=88&Itemid=7), 28 agosto de 2012.
- <http://www.bce.fin.ec/FEIREP/docs/BaseLegal/ContFiduci211204.pdf>, 22 dic 2011.
- <http://www.ipc.pe>
- <http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/21/audiobli.htm>.
- <http://www.apuntesingenierialelegal.blogspot.com>.
- <http://www.bce.fin.ec/FEIREP/docs/BaseLegal/ContFiduci211204.pdf>
- [http://www.bancoguayaquil.com/bg/templates/guayaquil/html\\_bg/fabril.htm](http://www.bancoguayaquil.com/bg/templates/guayaquil/html_bg/fabril.htm)
- [http://www.google.com.ec/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=5&ved=0CFEQFjAE&url=http%3A%2F%2Fwww.oblicorp.com%2Findex.php%3Foption%3Dcom\\_docman%26task%3Ddoc\\_download%26gid%3D5%26Itemid%3D&ei=POYzUJrcLZSo8ASysIGQBw&usg=AFQjCNHKc5SulSD3kWp\\_q\\_RggR4GKTf2BA&sig2=7C-BuwChaCDDJY1hfy-Qmg](http://www.google.com.ec/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=5&ved=0CFEQFjAE&url=http%3A%2F%2Fwww.oblicorp.com%2Findex.php%3Foption%3Dcom_docman%26task%3Ddoc_download%26gid%3D5%26Itemid%3D&ei=POYzUJrcLZSo8ASysIGQBw&usg=AFQjCNHKc5SulSD3kWp_q_RggR4GKTf2BA&sig2=7C-BuwChaCDDJY1hfy-Qmg).
- Lukor, <http://www.lukor.com/not-por/1003/25142847.htm>. 12, febrero de 2012, 08H00 AM.
- <http://www.e-conomic.es/programa/glosario/definicion-ley-oferta-demanda>, 1 junio 2012.
- <http://www.economia48.com/spa/d/titulo-valor/titulo-valor.htm>, 05, junio de 2012.
- <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/que-se-negocia/>, 02 julio 2012.
- <http://www.e-conomic.es/programa/glosario/definicion-amortizacion>, 19 julio de 2012.
- <http://www.investopedia.com/terms/m/mastertrust.asp>. 19 julio de 2012
- [http://www.revistajuridicaonline.com/index.php?option=com\\_content&task=view&id=800&Itemid=32](http://www.revistajuridicaonline.com/index.php?option=com_content&task=view&id=800&Itemid=32), 19 nov, 2012.

#### 4.11. ANEXO

## **EJEMPLO DE CONTRATO DE FIDEICOMISO SEGÚN LA LEY DE ECUADOR<sup>174</sup>**

### **Primera Parte:**

*Señor Notario:*

*En el registro de escrituras públicas a su cargo sírvase incorporar una de constitución de fideicomiso mercantil que se otorga al tenor de las siguientes cláusulas:*

### **CLÁUSULA PRIMERA**

#### **COMPARECIENTES**

*Comparecen a la celebración del presente contrato, las siguientes partes:*

*1.1.- El Estado ecuatoriano, a través del Ministerio de Economía y Finanzas, representado por el Economista Mauricio Pozo Crespo, en su calidad de Ministro de Economía y Finanzas, conforme consta del nombramiento que se adjunta como habilitante, quien se encuentra debidamente autorizado para intervenir en el presente instrumento por el Decreto Ejecutivo No....., parte a la cual para la interpretación y efectos del presente acto jurídico se lo denominará simplemente como "EL CONSTITUYENTE"*

*1.2.- El Banco Central del Ecuador, representado por el Economista Leopoldo Báez Carrera, en su calidad de Gerente General y representante legal del Banco Central del Ecuador, conforme consta del documento que se adjunta como habilitante, el cual interviene en el presente instrumento por mandato expreso del artículo 13 reformado de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal, al que en adelante se le denominará como "EL FIDUCIARIO".*

### **CLÁUSULA SEGUNDA**

#### **ANTECEDENTES**

*2.1.- El artículo 13 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal, publicada en el Registro Oficial No. 589 de 4 de junio de 2002, sustituido por la Ley No. 83, publicada en el Registro Oficial No. 676 de 3 de*

---

<sup>174</sup><http://www.bce.fin.ec/FEIREP/docs/BaseLegal/ContFiduci211204.pdf>, 22 de dic 2011.

*octubre de 2002, creó el Fondo de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público (FEIREP) como un fideicomiso mercantil cuyo fiduciario será el Banco Central del Ecuador.*

*2.2.- El artículo 41 de la Ley de Mercado de Valores publicada en el Registro Oficial No. 367 de 23 de julio de 1998, señala que para los efectos de dicha ley, las entidades del sector público no se sujetarán a las disposiciones de la Ley de Contratación Pública ni requerirán de los informes del Procurador General del Estado ni del Contralor General del Estado.*

*2.3.- El artículo 115 de la Ley de Mercado de Valores establece que pueden ser CONSTITUYENTES de fideicomisos mercantiles las personas naturales o jurídicas privadas, públicas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacional o extranjera, o entidades dotadas de personalidad jurídica quienes transferirán el dominio de los bienes a título de fideicomiso mercantil.*

*2.4.- Mediante Decreto Ejecutivo No. 1225 de 23 de diciembre de 2003 se autorizó al Ministro de Economía y Finanzas para que a nombre y en representación del Estado Ecuatoriano intervenga en la suscripción del presente instrumento, así como se aprobó los términos y condiciones del mismo.*

*2.5.- El Banco Central del Ecuador está facultado para actuar como fiduciario mercantil, conforme al artículo 13 reformado de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal.*

## **CLÁUSULA TERCERA**

### **GLOSARIO DE TÉRMINOS**

*Para la correcta interpretación y aplicación de las cláusulas e instrucciones del presente contrato, sus reglamentos, modificaciones e instrucciones, las palabras y frases señaladas a continuación tendrán el siguiente significado:*

*3.1. FIDEICOMISO MERCANTIL: La interpretación de esta frase tiene dos alcances atendiendo el sentido de las cláusulas:*

*3.1.1 El patrimonio autónomo que se constituye como efecto jurídico del presente contrato.*

*3.1.2 Es el contrato en virtud del cual el CONSTITUYENTE transfiere de manera temporal e irrevocable, la propiedad de activos que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica para que el BANCO*

*CENTRAL DEL ECUADOR, que es su FIDUCIARIO y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el presente contrato.*

*3.2 APORTES: Se refiere a los activos que:*

*3.2.1 Serán transferidos directamente por el CONSTITUYENTE al FIDEICOMISO y que constan precisados en el artículo 14 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal y 40 de su Reglamento, en concordancia con el dictamen obligatorio y vinculante del Procurador General del Estado que obra de oficio No. 0004881 de 17 de noviembre de 2003, que se adjunta y forma parte integrante de este instrumento; y que acrecerán al patrimonio autónomo;*

*3.2.2 Provengan de asignaciones presupuestarias, tributos, derechos o gravámenes creados por Ley o Decreto; y,*

*3.2.3 Correspondan a donaciones o asignaciones que efectúen organismos internacionales, organismos multilaterales, organizaciones no gubernamentales nacionales o extranjeras, o cualquier persona natural, jurídica, pública, privada nacional o extranjera que tenga interés en el desarrollo del FEIREP.*

*3.3 BENEFICIARIO: Es el Estado ecuatoriano a través del Ministerio de Economía y Finanzas, a favor de quien se realiza la administración del exclusivamente para los fines previstos en el artículo 17 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal y los artículos que van del 46 al 51 de su Reglamento.*

*Las personas naturales o jurídicas que se beneficien indirectamente de la aplicación de las POLÍTICAS e instrucciones dictadas por la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público, constituida por el artículo 15 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal, no tienen vinculación alguna con el FIDEICOMISO y en tal virtud no ostentan la calidad de beneficiarios en los términos establecidos por el artículo 116 de la Ley de Mercado de Valores.*

*3.4. COMISIÓN DE ESTABILIZACIÓN, INVERSIÓN SOCIAL Y PRODUCTIVA Y REDUCCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO: Se refiere al organismo constituido por el artículo 15 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal, el cual tiene las atribuciones establecidas en dicho artículo y a tal efecto dictar las POLÍTICAS E INSTRUCCIONES necesarias para el cumplimiento de la finalidad del fideicomiso.*

*3.5 CONSTITUYENTE: Es el Estado ecuatoriano a través del Ministerio de Economía y Finanzas.*

*3.6 OPERACIONES: Se refiere al conjunto de actos o contratos que está autorizado a realizar el FIDUCIARIO en representación del FIDEICOMISO de conformidad con la Ley de creación del FEIREP y con las disposiciones del presente contrato, de las POLITICAS e instrucciones dictadas por la COMISIÓN DE ESTABILIZACIÓN, INVERSIÓN SOCIAL Y PRODUCTIVA Y REDUCCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO.*

*3.7 CUENTA DE INGRESOS DEL FEIREP: Es la cuenta corriente número seis cuatro siete cero cerocercero de depósito y registro denominada Cuenta de Ingresos del FEIREP, aperturada en el Banco Central del Ecuador, a la que ingresarán diariamente los recursos destinados al FEIREP por disposición de los artículos 16 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal y 41 del Reglamento a dicha Ley, de la cual, el Banco Central del Ecuador*

*Transferirá de inmediato al Fideicomiso Mercantil FEIREP de cuya administración es responsable el mismo banco.*

*3.8 POLÍTICAS E INSTRUCCIONES: Se refiere al conjunto de normas e instrucciones contenidas en el presente contrato, así como aquellas que dictará la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público para el cumplimiento de las finalidades del FIDEICOMISO.*

*Las POLITICAS e INSTRUCCIONES serán de cumplimiento obligatorio del FIDUCIARIO y que constituirán el marco donde desarrolla su administración.*

#### **CLÁUSULA CUARTA**

##### **BENEFICIARIO**

*Es BENEFICIARIO del presente contrato el CONSTITUYENTE, el cual deberá utilizar los recursos del patrimonio autónomo en los porcentajes y fines previstos en el artículo 17 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal y en los artículos del 46 al 51 de su Reglamento.*

#### **CLÁUSULA QUINTA**

## **PATRIMONIO AUTÓNOMO**

*Por este contrato de fideicomiso mercantil se constituye un patrimonio autónomo e independiente denominado FIDEICOMISO FEIREP, creado mediante ley, dotado de personalidad jurídica, capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones a través del FIDUCIARIO quien es su representante legal.*

*El patrimonio autónomo estará integrado por los bienes y activos que son transferidos por este acto, los que sean incorporados posteriormente, así como sus frutos civiles, rendimientos y demás ingresos que se hayan producido o que se produjeran en el futuro, deducidos los gastos incurridos en su generación y administración. Las nuevas transferencias de dominio realizadas a título de fideicomiso mercantil al patrimonio autónomo se efectuarán de conformidad a las disposiciones de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal y su Reglamento, y de otras leyes y demás normas que así lo dispusieren. El Fideicomiso no puede ser objeto de medidas o providencias preventivas, ni embargo por deudas u obligaciones de los comparecientes, y estará afecto única y exclusivamente a la finalidad del presente contrato de fideicomiso mercantil.*

## **CLÁUSULA SEXTA**

### **TRANSFERENCIA DE DOMINIO**

*El CONSTITUYENTE transfiere y se obliga a transferir a título de fideicomiso mercantil al patrimonio autónomo que se constituye por el presente instrumento, los siguientes activos:*

*6.1.- Todos los ingresos que le corresponden al Estado ecuatoriano por su participación en el petróleo crudo pesado, los originados por los rendimientos financieros del FEIREP, los generados en el superávit presupuestario a los que se refiere el artículo 8 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal y todas las comisiones que se originen por la administración de los recursos del FEIREP, y los provenientes del Fondo para la Administración de Pasivos, en el porcentaje señalado en la letra a) del artículo 58-A del Capítulo VI, de las Reformas a la Ley para la Reforma de las Finanzas l Públicas, publicada en el Suplemento del Registro Oficial No. 181 del 30 de abril de 1999, y constante*

*en la Ley No. 2000-4 publicada en el Suplemento del Registro Oficial No. 34 de 13 de marzo de 2000, una vez descontadas las transferencias de los recursos que obligatoriamente deberá realizar el Gobierno Central de acuerdo con lo establecido en las leyes No. 120, publicada en el Suplemento del Registro Oficial No. 378 de 7 de agosto de 1998 y la que creó el Fondo para el Desarrollo Amazónico y sus Organismos Seccionales, publicada en el Registro Oficial No. 30 de 21 de septiembre de 1992 y sus reformas.*

*Todos los ingresos que le corresponden al Estado ecuatoriano por su participación en el petróleo crudo pesado, independientemente del oleoducto por el cual se transporten serán depositados en la Cuenta de Ingresos del FEIREP. En consecuencia, los ingresos estatales provenientes del crudo que usualmente se transporte por el OCP y que por algún motivo, eventualmente, tuviere que transportarse por el SOTE, seguirán depositándose en la Cuenta de Ingresos FEIREP. De igual manera, los recursos provenientes del petróleo crudo liviano que normalmente se transportan por el SOTE, pero que eventualmente por alguna deficiencia, impedimento o no utilización temporal del mismo, tuviera que transportarse por el Oleoducto de Crudos Pesados, OCP, no constituirán recursos del FEIREP.*

*La liquidación, distribución, y fijación de costos para establecer los ingresos del Estado por las exportaciones de crudo referidas en los párrafos anteriores del presente numeral, serán determinadas de conformidad con las normas técnicas que para el efecto expedirá el Ministro de Economía y Finanzas, de acuerdo con la Ley de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal, y lo dispuesto en el artículo 40 y Segunda Disposición Transitoria de su Reglamento, así como las demás disposiciones legales vigentes sobre la materia, tomando en consideración el dictamen obligatorio y vinculante del Procurador General del Estado que obra de oficio No. 0004881 de 17 de noviembre de 2003, que se adjunta y forma parte integrante de este instrumento.*

*Por mandato de los artículos 16 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal y 41 de su Reglamento, el Banco Central del Ecuador depositará diariamente los recursos destinados al FEIREP, en la cuenta de depósito y registro denominada Cuenta de Ingresos del FEIREP, de la cual, el mismo Banco los transferirá de inmediato al presente Fideicomiso Mercantil.*

6.2.- *Los recursos originados por los rendimientos financieros del fideicomiso, una vez descontados los costos incurridos, serán incorporados a este patrimonio autónomo.*

6.3.- *La transferencia a título de fideicomiso mercantil está exenta de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones ya que no constituye hecho generador para el nacimiento de obligaciones tributarias ni de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias gratuitas u onerosas.*

6.4.- *LA CONSTITUYENTE declara bajo juramento: a) Que no está incurso en ninguna de las prohibiciones determinadas en la Ley de Mercado de Valores y demás normas aplicables; b) Que la transferencia no tiene por objeto irrogar perjuicio a terceros, ni que existe causa u objeto ilícito que haya motivado el presente acto contractual comprometiéndose además a dar aviso a la FIDUCIARIA de cualquier hecho que pudiere perturbar la administración de los bienes fideicomitidos; y, c) Que los bienes transferidos y los que se transfieren tienen procedencia legítima.*

*En caso que se inicien contra las CONSTITUYENTES investigaciones relacionadas con las mencionadas actividades, la FIDUCIARIA proporcionará a las autoridades competentes las informaciones que éstas demanden.*

## **CLÁUSULA SÉPTIMA**

### **FINALIDAD**

*El presente contrato tiene como finalidad la administración de un patrimonio autónomo que permita al FIDUCIARIO desarrollar la gestión encomendada por el CONSTITUYENTE con arreglo a las instrucciones que imparta la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público, de modo que los recursos que administra se destinen y utilicen conforme lo dispone el artículo 17 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal y los artículos que van del 46 al 51 de su Reglamento. En ningún caso podrán utilizarse los recursos del patrimonio autónomo para financiar gasto corriente.*

## **CLÁUSULA OCTAVA**

### **INSTRUCCIONES**

*Para el adecuado cumplimiento de las estipulaciones contenidas en el presente contrato, el CONSTITUYENTE, expresamente y sin reserva de ninguna clase, autoriza al FIDUCIARIO para que cumpla, en su calidad de representante legal del presente fideicomiso mercantil, las siguientes instrucciones:*

*8.1.- Registrar en el FIDEICOMISO los BIENES que le son transferidos a la suscripción del presente contrato y aquellos que se transfieran posteriormente durante su vigencia.*

*8.2.- Aperturas en el Banco Central del Ecuador una cuenta corriente para el Fideicomiso FEIREP, así como en los bancos corresponsales nacionales o extranjeros de éste, las cuentas corrientes o de giro que sean necesarias para el cumplimiento de los objetivos del presente fideicomiso mercantil, e instruir los pagos o desembolsos contra esas cuentas bancarias.*

*8.3.- Recomprar deuda pública externa y/o interna, directamente o a través de terceros, de conformidad con la Ley de creación del FEIREP. Los valores re comparados serán restituidos al Ministerio de Economía y Finanzas para el respectivo registro y demás fines dispuestos en la Ley.*

*8.4.- Invertir en valores los recursos fideicomitados buscando optimizar un rendimiento consistente con una mínima volatilidad. En ningún caso se obtendrán beneficios inferiores a los que se obtendrían como consecuencia de la aplicación de los criterios con los cuales se invierte la reserva internacional de libre disponibilidad.*

*Las inversiones de los recursos de la Cuenta de Fideicomiso del FEIREP por parte del FIDUCIARIO, se efectuarán en concordancia con lo establecido en las políticas e instrucciones de administración de esa cuenta aprobadas al inicio de sus operaciones por la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción de Endeudamiento Público y por las demás que expida en el futuro dicha Comisión.*

*8.5.- Ejercer todas las acciones y derechos inherentes a la calidad de representante legal del fideicomiso mercantil propietario de los bienes transferidos o que se transfirieren a título de fideicomiso mercantil, ajustándose exclusivamente a los lineamientos y obligaciones determinadas en la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal y su Reglamento, en la Ley de Mercado de Valores y en el presente contrato.*

8.6.- *Administrar los bienes o activos conforme los términos del presente contrato y las demás instrucciones que imparta la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción de Endeudamiento Público.*

8.7.- *Transferir al BENEFICIARIO los bienes o activos que integran o integraren el patrimonio autónomo, así como el producto de la administración de éstos, de así instruirlo la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción de Endeudamiento Público en cumplimiento de lo dispuesto por el Presidente de la República, en la forma prevista en el artículo 17 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal y en los artículos que van del 46 al 51 de su Reglamento.*

8.8.- *Administrar y efectuar con cargo a los fondos existentes en el FIDEICOMISO que se constituye por el presente contrato, los siguientes desembolsos:*

8.8.1.- *Los que corresponda realizar por OPERACIONES conforme a las instrucciones que imparta la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción de Endeudamiento Público.*

8.8.2.- *Los que demande la atención de los costos y gastos necesarios para la ejecución de las POLITICAS e INSTRUCCIONES y los señalados en el presente contrato. El FIDUCIARIO sólo estará obligado a efectuar los pagos o desembolsos que, de conformidad con el artículo 17 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal, autorice el Presidente de la República a través del correspondiente Decreto Ejecutivo.*

8.9.- *Realizar todos los actos o contratos que fueren necesarios para el cumplimiento de la finalidad del presente contrato y de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal.*

## **CLÁUSULA NOVENA**

### **DERECHOS Y OBLIGACIONES DE LA CONSTITUYENTE**

*Además de aquellas asignadas por la ley, son derechos y obligaciones del CONSTITUYENTE:*

9.1.- **DERECHOS:**

9.1.1.- *Recibir del FIDUCIARIO mensualmente un balance del fideicomiso dentro de los diez días hábiles siguientes al del mes inmediato anterior.*

9.1.2.- Solicitar la restitución de los bienes transferidos al Patrimonio Autónomo previa autorización de la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción de Endeudamiento Público, una vez que se hubiere cumplido el objeto del presente contrato, se hayan cubierto todas las obligaciones del mismo y se agote el procedimiento de liquidación previsto en este contrato; y,

9.1.3.- Los demás señalados en la Ley de Mercado de Valores.

9.2.- OBLIGACIONES:

Son obligaciones del CONSTITUYENTE además de las establecidas en la ley, las siguientes:

9.2.1.- Prestar al FIDUCIARIO toda la colaboración que fuera necesaria para el cabal cumplimiento de las instrucciones impartidas en el presente contrato y las que imparta la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público.

9.2.2.- Registrar de manera adecuada en su contabilidad los activos que transfiere, puesto que la FIDUCIARIA se obliga únicamente al cumplimiento de las instrucciones impartidas por el CONSTITUYENTE en este contrato y las que imparta la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público. La utilización de los recursos del patrimonio autónomo, serán registrados en la ejecución del Presupuesto General del Estado en la forma establecida en el artículo 17 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal.

9.2.3.- Proveer toda la información necesaria al FIDUCIARIO de acuerdo a lo estipulado en este contrato.

9.2.4.- Notificar al FIDUCIARIO de cualquier acción de hecho o de derecho que terceros estén intentando contra los bienes o activos aportados al patrimonio autónomo.

9.2.5.- Proveer los recursos necesarios y suficientes para la constitución, ejecución y liquidación del presente fideicomiso mercantil. Para dicho efecto faculta expresamente al Banco Central del Ecuador debitar de la Cuenta Corriente Única del Tesoro Nacional, los recursos que demande la constitución, desarrollo y ejecución del presente fideicomiso mercantil, de manera especial, pero no limitado, a lo estipulado en la cláusula décima tercera del presente contrato.

9.2.6.- Las demás establecidas en la Ley y en el presente contrato.

## **CLAUSULA DÉCIMA**

### **DERECHOS Y OBLIGACIONES DEL FIDUCIARIO**

*Son derechos y obligaciones del FIDUCIARIO los siguientes:*

#### **10.1.- DERECHOS:**

*10.1.1.- Exigir del CONSTITUYENTE el cumplimiento de todas las obligaciones que contrae por este contrato.*

*10.1.2.- El FIDUCIARIO, de considerarlo necesario, podrá solicitar instrucciones a la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público.*

*10.1.3.- Los demás reconocidos por la Ley o por el presente contrato.*

#### **10.2.- OBLIGACIONES:**

*Para el correcto desarrollo de la finalidad del presente contrato, el FIDUCIARIO tendrá las siguientes obligaciones:*

*10.2.1.- Administrar prudente y diligentemente el patrimonio autónomo del fideicomiso mercantil, en atención al cumplimiento del objeto del presente contrato. La obligación de administrar el fideicomiso es una obligación de medio y no de resultado, con deberes y responsabilidades fiduciarias.*

*10.2.2.- Cuidar, conservar, proteger y defender los activos que integran el fideicomiso mercantil.*

*10.2.3.- Dar cuenta de su gestión al CONSTITUYENTE y a la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público mediante el envío de un balance mensual dentro de los diez días hábiles siguientes al del mes inmediato anterior.*

*10.2.4.- Ejercer la representación legal del fideicomiso en los términos y condiciones del presente contrato y a su mejor juicio ejercitar los derechos, prerrogativas, acciones de cobro y facultades que conforme a la ley corresponde a los propietarios de la especie de bienes transferidos a título de fideicomiso mercantil.*

*10.2.5.- Cumplir con las instrucciones impartidas por la Ley y el CONSTITUYENTE en el presente contrato y las POLITICAS e INSTRUCCIONES dictadas por la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público.*

10.2.6.- *Conservar los documentos que prueben el cumplimiento de su gestión hasta la liquidación del contrato de fideicomiso.*

10.2.7.- *Mantener los bienes fideicomitados separados de los demás bienes del FIDUCIARIO y de los otros fideicomisos que administrare, llevando para el efecto contabilidad separada e independiente, en consecuencia, el FIDUCIARIO no podrá considerar como suyos, ni emplear en sus propios negocios los activos transferidos al fideicomiso, ni los rendimientos derivados de éste.*

10.2.8.- *El FIDUCIARIO llevará por separado la contabilidad del Fideicomiso considerándolo como un patrimonio independiente, función que contempla la preparación de un balance de situación, estado de ingresos y egresos y cambios en activos netos. La contabilidad se llevará de acuerdo a los principios de contabilidad generalmente aceptados.*

10.2.9.- *Guardar sigilo y reserva que la representación legal del fideicomiso mercantil y la ley le exigen.*

10.2.10.- *Comunicar inmediatamente al CONSTITUYENTE y a la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público, cualquier hecho o información relevante relacionada al fideicomiso mercantil, desde el momento en que tal hecho ocurre o desde que tuviera información al respecto.*

10.2.11.- *Entregar al CONSTITUYENTE todo remanente que existiere en el patrimonio autónomo una vez concluido el plazo para el que fue constituido y se hayan cubierto los costos y gastos que demande la liquidación del contrato de fideicomiso.*

10.2.12.- *Realizar todos los actos y contratos necesarios para el cumplimiento de los encargos referidos en los numerales anteriores, de tal manera que no sea la falta de una instrucción expresa, la que impida el cumplimiento del objeto y de las instrucciones establecidas en el presente contrato.*

10.2.13.- *Transferir al BENEFICIARIO los activos que integran o integraren el patrimonio autónomo, así como el producto de la administración de éstos, de así instruirlo la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público en cumplimiento de lo dispuesto por el Presidente de la República, en la forma prevista en el artículo 17 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal y en los artículos que van del 46 al 51 de su Reglamento.*

10.2.14.- *Inscribir el contrato en el Registro de Mercado de Valores conforme a la normativa vigente. La inscripción en el Registro de Mercado de Valores no implica por parte de la Superintendencia de Compañías ni de los miembros del Consejo Nacional de Valores, responsabilidad alguna ni garantía sobre el cumplimiento de los objetivos del contrato.*

10.2.15.- *Las demás establecidas por la ley o en el presente contrato.*

## **CLÁUSULA UNDÉCIMA**

### **DERECHOS Y OBLIGACIONES DEL BENEFICIARIO**

*El BENEFICIARIO tendrá los siguientes derechos y obligaciones:*

11.1.- *Exigir al FIDUCIARIO el cumplimiento de las disposiciones contenidas en el presente instrumento y, en especial, la entrega de las sumas de dinero que le correspondan en razón de la administración de los bienes o activos aportados o que se aportaren al patrimonio autónomo, en la forma prevista en el artículo 17 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal y en los artículos que van del 46 al 51 de su Reglamento.*

11.2.- *Solicitar toda la información que requiera sobre la administración fiduciaria, relativa a los estados financieros y el detalle de los activos que componen el fideicomiso.*

11.3.- *Ejercer las acciones a que hubiere lugar en contra del FIDUCIARIO por dolo o negligencia en el desempeño de su gestión. 11.4.- Exigir al FIDUCIARIO la rendición comprobada de cuentas de la administración del presente fideicomiso mercantil, en la forma y periodicidad que establezca la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público.*

11.5.- *Impugnar los actos de disposición de bienes del fideicomiso mercantil, que pueda realizar el FIDUCIARIO en contra de las instrucciones y finalidad del fideicomiso mercantil.*

11.6.- *Entregar la información requerida por el FIDUCIARIO para el adecuado cumplimiento de las instrucciones recibidas.*

11.7.- *Recibir los documentos o bonos que hubiere re comparado el FEIREP para reducir la deuda pública.*

11.8.- En general, ejercer los derechos y cumplir con las obligaciones determinados en el presente contrato para el CONSTITUYENTE dado que este es, a su vez, único beneficiario.

## **CLÁUSULA DUODÉCIMA**

### **COMISIÓN DE ESTABILIZACIÓN, INVERSIÓN SOCIAL Y PRODUCTIVA Y REDUCCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO**

*La Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público, constituida por el artículo 15 de la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal, es el organismo rector del presente fideicomiso. La Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público estará integrada por los siguientes miembros: el Ministro de Economía y Finanzas, quien la presidirá; un representante del Presidente de la República; y, el Procurador General del Estado, quienes tendrán voz y voto. Los miembros de la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público no podrán delegar sus funciones.*

*La Secretaría Técnica será parte de la Comisión, únicamente con voz informativa, sin derecho a voto. El FIDUCIARIO asistirá a las sesiones de la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público únicamente con voz informativa, sin derecho a voto.*

*La Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público se reunirá ordinariamente una vez cada mes y extraordinariamente las veces que fuera necesario. La convocatoria será realizada por el FIDUCIARIO a pedido del Presidente. La convocatoria se realizará mediante comunicación escrita dirigida a cada uno de sus integrantes, con por lo menos cuarenta y ocho horas de anticipación, a la fecha señalada en la convocatoria, indicando además, la fecha, el día, la hora, el lugar y el objeto de la reunión. Se admitirán reuniones efectuadas a través de medios de comunicación o electrónicos. La Comisión podrá sesionar en cualquier lugar del país o fuera de él. El quórum de instalación estará conformado por la totalidad de sus miembros y las decisiones se tomarán por mayoría de votos. El voto será razonado y en sentido afirmativo o negativo únicamente.*

*Toda resolución que adopte la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público deberá quedar recogida en un acta debidamente suscrita por sus miembros, la misma que contendrá los puntos tratados en la reunión y las resoluciones correspondientes. El FIDUCIARIO cumplirá con las instrucciones impartidas por la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público cuando haya recibido el original de la resolución o una copia íntegra y certificada del Acta de la sesión, expedida por el Secretario Técnico y suscrita por el Presidente de la Comisión. Al FIDUCIARIO no le está permitido vetar las Resoluciones que dicte la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público, por ende la responsabilidad de las mismas son, en su totalidad, de los miembros de la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público. Corresponde a la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público:*

*12.1.- Vigilar la administración del presente fideicomiso;*

*12.2.- Informar mensualmente al Presidente de la República y al H. Congreso Nacional, sobre los movimientos y el estado financiero del Fideicomiso;*

*12.3.- Seleccionar y contratar firmas auditoras externas que ejecuten el examen anual del manejo y los estados financieros de los recursos del Fideicomiso, sin perjuicio de los exámenes especiales o auditorías que realice la Contraloría General del Estado, de conformidad con sus atribuciones constitucionales y legales;*

*12.4.- Vigilar el cumplimiento de los planes de reactivación productiva y del desarrollo social;*

*12.5.- Vigilar el cumplimiento de los planes de reducción de deuda;*

*12.6.- Recomendar la adopción de las medidas necesarias para la idónea administración del Fideicomiso;*

*12.7.- Determinar si la custodia y administración de los bienes de propiedad del Fideicomiso debe ser realizada directamente por el Fiduciario; con la intervención de terceros contratados para el efecto; o, un tercero designado para ello;*

*12.8.- Establecer los parámetros, políticas, estrategias, procedimientos y más lineamientos generales o específicos que considere del caso para la administración de los bienes de propiedad del Fideicomiso;*

12.9.- *Impartir al FIDUCIARIO, en forma oportuna, las POLÍTICAS E INSTRUCCIONES necesarias para el cumplimiento de la finalidad del presente contrato.*

12.10.- *Las demás establecidas en la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal y su Reglamento, en el presente Contrato o en las resoluciones que tome la propia Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público.*

## **CLAUSULA DÉCIMA TERCERA**

### **GASTOS DEL FIDEICOMISO**

*Se consideran gastos a cargo del fideicomiso los siguientes:*

13.1.- *Los honorarios y gastos en que se incurra para la defensa de los intereses del Fideicomiso cuando las circunstancias así lo exijan.*

13.2.- *Los tributos, costos, tarifas, aportes, gastos y pagos en que se incurra con ocasión del perfeccionamiento, ejecución y liquidación de este contrato.*

## **CLÁUSULA DÉCIMA CUARTA**

### **RESPONSABILIDAD DEL FIDUCIARIO**

*Las obligaciones del FIDUCIARIO son de medio y no de resultado y en tal virtud responderán de cualquier pérdida que fuere ocasionada por su culpa, dolo o negligencia en el manejo y atención del patrimonio autónomo. La responsabilidad del FIDUCIARIO está limitada a la atención y ejecución de las órdenes o instrucciones contenidas en este contrato y a las que imparta la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público. No obstante que las obligaciones del FIDUCIARIO respecto de la finalidad son de medio, éste debe asumir las obligaciones de resultado que devienen de sus labores administrativas, tales como rendir cuentas de su gestión, exigir al constituyente el cumplimiento de sus obligaciones, celebrar los contratos que por su administración debe cumplir y las demás previstas en la Ley y en el presente contrato.*

## **CLÁUSULA DÉCIMA QUINTA**

### **DURACIÓN**

*El presente contrato tendrá un plazo de vigencia necesario para cumplir las finalidades y el objeto del mismo, que no excederá del máximo previsto en la Ley de Mercado de Valores.*

## **CLÁUSULA DÉCIMA SEXTA**

### **CAUSALES ESPECIALES DE TERMINACIÓN**

*El presente contrato terminará cuando se presente cualquiera de las siguientes causales:*

*16.1.- Por imposibilidad de cumplir el objeto del contrato;*

*16.2.- Por sentencia ejecutoriada o laudo arbitral que declare la nulidad o la terminación del presente contrato; y,*

*16.3.- Por las demás causales determinadas por la Ley.*

## **CLÁUSULA DÉCIMA SÉPTIMA**

### **HONORARIOS DEL FIDUCIARIO**

*Toda comisión que el FIDUCIARIO cobre por la administración de los recursos de la Cuenta de Ingresos y del Fideicomiso FEIREP, será depositada en su totalidad y de manera inmediata al FEIREP.*

*El monto de los honorarios y/o comisiones a que tenga derecho el FIDUCIARIO, deberá ser restituida en su totalidad y de manera inmediata al FEIREP, los cuales serán aceptados por la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público.*

## **CLÁUSULA DÉCIMA OCTAVA**

### **PROCEDIMIENTO DE LIQUIDACIÓN DEL FIDEICOMISO**

*En los casos de terminación del contrato por agotamiento del objeto o por cualquier otra causa legal o contractual, para la liquidación del fideicomiso se observarán las siguientes reglas: 18.1.- El FIDUCIARIO citará por escrito al*

*BENEFICIARIO a una junta a fin de presentarle las cuentas y estados correspondientes para liquidar el fideicomiso.*

*En dicha reunión se levantará un acta, la misma que a su suscripción, y para todos los efectos legales, se considerará como liquidación del fideicomiso.*

*18.2.- Todas las obligaciones derivadas de los gastos a cargo del fideicomiso, pendientes de pago y que no pudieren cancelarse con los recursos del mismo, así como las obligaciones y las deudas serán canceladas por el CONSTITUYENTE.*

## **CLAÚSULA DÉCIMA NOVENA**

### **NATURALEZA JURÍDICA**

*El presente es un contrato de FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE regulado por la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal y su Reglamento, la Ley de Mercado de Valores, los reglamentos dictados por el Consejo Nacional de Valores, la Junta Bancaria, y demás disposiciones aplicables a la materia. En ningún caso será el FIDUCIARIO responsable por los perjuicios que puedan sufrir las partes a causa de modificaciones legales o en el cumplimiento de las instrucciones impartidas. El FIDUCIARIO actuará de conformidad con las disposiciones tributarias pertinentes.*

*El patrimonio autónomo del fideicomiso que se constituye por el presente contrato, no será considerado como sociedad para efectos tributarios, conforme lo dispone el artículo 94 de la Ley de Régimen Tributario Interno, en atención a que el constituyente y el beneficiario del mismo es el Estado Ecuatoriano.*

## **CLÁUSULA VIGÉSIMA**

### **MODIFICACIONES**

*El presente contrato podrá modificarse en cualquier momento por decisión del Constituyente bajo recomendaciones expresas de la Comisión de Estabilización, Inversión Social y Productiva y Reducción del Endeudamiento Público.*

## **CLÁUSULA VIGÉSIMA PRIMERA**

### **CONTROVERSIAS**

*Las controversias que surgieren entre las partes sin que ellas, de mutuo acuerdo, pudieran resolver, se someterán a la Mediación o Arbitraje en Derecho ante el Centro de Arbitraje y Mediación de la Cámara de Comercio de Quito, a cuyo efecto se sujetarán a la decisión de un tribunal nombrado de entre la lista de dicho Centro y a lo prescrito por la Ley de Arbitraje y Mediación y por el Reglamento del Centro de Arbitraje y Mediación de la misma Cámara. A tal efecto, expresamente renuncian a la jurisdicción ordinaria y a presentar cualquier acción o recurso que impida la prosecución del trámite arbitral y la ejecución inmediata del laudo que lo resuelva.*

## **CLÁUSULA VIGÉSIMA SEGUNDA**

### **CONTABILIZACIÓN E INICIO DE OPERACIONES**

*Sin perjuicio de la fecha de su suscripción del presente contrato, los ingresos que alimentan el FEIREP de conformidad con la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal, su Reglamento, el pronunciamiento obligatorio y vinculante del Procurador General del Estado y este contrato, serán registrados en la cuenta del FEIREP desde el 22 de septiembre de 2003.*

## **CLÁUSULA VIGÉSIMA TERCERA**

### **DOCUMENTOS HABILITANTES**

*Los siguientes documentos serán parte integrante del presente contrato:*

*23.1.- Nombramientos de los comparecientes;*

*23.2.- Acuerdo Ministerial No. 94 expedido por el señor Ministro de Energía y Minas el 22 de septiembre de 2003;*

*23.3.- Dictamen del Procurador General del Estado que obra de oficio No. 0004881 de 17 de noviembre de 2003; y,*

*23.4.- Decreto Ejecutivo No. 1225 expedido el 23 de diciembre de 2003, mediante el cual se autoriza al Ministro de Economía y Finanzas la suscripción del presente contrato, y se aprueban los términos y condiciones del mismo.*

*Usted señor Notario se servirá anteponer y agregar las demás formalidades de estilo para la plena eficacia y validez del presente instrumento*

## ANEXO 2

### **“FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS VENTAS – PRODUCTOS LA FABRIL”<sup>175</sup>**

#### **1.-INFORMACIÓN GENERAL DEL FIDEICOMISO:**

**Tipo:**

Titularización de Flujos Futuros

**Número de RUC:**

0992586087001

**Fecha de Constitución:**

Con fecha 13 de Octubre del 2008, se celebró el contrato de constitución del fideicomiso mercantil, ante el Notario Trigésimo Quinto del Cantón Guayaquil, Ab. Roger Arosemena.

**Originador:**

LA FABRIL S.A.

**Beneficiario:**

Los Inversionistas de la Titularización y el Originador

**Agente de Manejo:** Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos BG S.A.

**Estructurador Legal:** Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos BG S.A.

---

<sup>175</sup> [http://www.bancoguayaquil.com/bg/templates/guayaquil/html\\_bg/fabril.htm](http://www.bancoguayaquil.com/bg/templates/guayaquil/html_bg/fabril.htm)

**Estructurador Financiero:** Multivalores BG  
S.A.

Agente Colocador: Multivalores BG S.A.

**Agente Pagador:** Banco de Guayaquil S.A.

**Calificadora de Riesgos:** Humphreys S.A.

**Calificación de Riesgo:**

AAA.

**Mecanismo de Garantía:**

1. **Fondo de Garantía:** El mecanismo de garantía utilizado en la presente titularización es el de exceso de flujo de fondos a través de la constitución de un FONDO DE GARANTIA que se constituirá de los recursos que se generan por la colocación y venta de los VALORES provenientes de la titularización, la FIDUCIARIA deberá retener el equivalente al 100% del primer pago de capital.

**Mecanismo de Resguardo:**

1. Si la cobertura de gastos financieros de la Fabril (Ebitda promedio de los últimos doce meses/gastos financieros ponderados a la fecha de corte de mes) es inferior a 2.5 veces o el nivel de ingresos disminuye en un 20% en relación a las ventas del período previo o el nivel de endeudamiento financiero(pasivos con costo del mes/patrimonio del mes) es mayor a 2.0 veces, el FIDEICOMISO, de los ingresos de los FLUJOS retendrá trimestralmente el equivalente al 50% de la cuota de capital (esto es US\$357.150) adicional a lo requerido en condiciones normales. Estos fondos se van acumulando en el patrimonio autónomo y se pueden recuperar si la empresa recupera sus indicadores por dos trimestres seguidos.

2. Si la cobertura de gastos financieros de La Fabril (Ebitda promedio de los últimos doce meses/gastos financieros ponderados a la fecha de corte del mes)) es inferior a 2 veces o el nivel de ingresos disminuye en un 25% en relación a las ventas del período previo o el

nivel de endeudamiento financiero es mayor a 2.25 veces, el Fideicomiso, de los ingresos de los FLUJOS retendrá trimestralmente el 100% de la cuota de capital, esto es US\$714.300 adicional a lo requerido en condiciones normales. Esto es, si ya se ha activado la provisión anterior, el Fideicomiso retendrá trimestralmente US\$357.150 más (hasta completar el valor de US\$714.300) de los excedentes que correspondería restituir a la Fabril

Estos dineros se van acumulando en el patrimonio autónomo, y la Fiduciaria podrá restituirlos a solicitud de la Fabril, si el Originador recupera sus indicadores por dos trimestres seguidos o la proporción correspondiente si pasa de estos indicadores a los iniciales.

3. Si la cobertura de gastos financieros de La Fabril (Ebitda promedio de los últimos doce meses/gastos financieros ponderados a la fecha de corte del mes)) es inferior a 1.75 veces o el nivel de ingresos disminuye en un 30% en relación a las ventas del período previo o el nivel de endeudamiento financiero es mayor a 2.5 veces, el Fideicomiso retendrá mensualmente todos los ingresos hasta por el remanente de los pasivos de la titularización.

#### **Tasa de interés de los Valores a emitirse:**

Será equivalente a la Tasa Pasiva Referencial vigente en la semana de EMISIÓN de los VALORES, más tres puntos porcentuales, reajutable cada 90 días. Para el reajuste se tomará la tasa pasiva referencial vigente al inicio del período de reajuste respectivo, más tres puntos porcentuales. La tasa de interés se calculará sobre capital insoluto.

#### **Objeto:**

El presente contrato de Fideicomiso Mercantil tiene por objeto y finalidad la constitución de un patrimonio de propósito exclusivo o Fideicomiso denominado “Fideicomiso Mercantil de Titularización de Flujos Futuros de Ventas – Productos de LA FABRIL”, que será administrado por el Agente de Manejo, y mediante el cual se desarrollará un proceso de titularización de flujos futuros, debiendo, el Agente de Manejo:

1. Entregar al Originador, con cargo a los Valores emitidos y colocados en el mercado bursátil, los recursos pagados por los Inversionistas como precio de los Valores adquiridos, a efectos de que el Originador, utilice estos recursos para atender el crecimiento de la

actividad de su empresa, destinando el (50%) Cincuenta por ciento de estos recursos para Capital de Trabajo y el otro (50%) para la restructuración de sus Pasivos de Corto a Mediano Plazo.

2. Que el Fideicomiso Mercantil, respetando el orden de prelación que se establece en este contrato, honre los pasivos con cargo al Patrimonio Autónomo del Fideicomiso, que se constituye esencialmente por el derecho de cobro que tiene este fideicomiso de recibir la totalidad de los flujos generados por las ventas que La Fabril realice y facture en el segmento “Panificadores Artesanales y Semi industriales”, cuyo cobro se realizará en forma diaria por el Agente de Recaudo, recursos que serán entregados diariamente al Fideicomiso de Titularización.

**Patrimonio de Propósito Exclusivo (Activos titularizados):**

1. El derecho de cobro que tiene el Originador sobre cada una de las facturas de venta que realice La Fabril en el segmento “Panificadores Artesanales y Semi industriales”, al contado o a plazo incluyendo los intereses. La recaudación de estas facturas se realizará en forma diaria por EL AGENTE DE RECAUDO. Este derecho de cobro sobre las referidas facturas de venta, corresponderá al Fideicomiso a partir de la fecha de la Primera colocación de los valores, en el Mercado Bursátil. Estos recursos serán entregados diariamente al Fideicomiso de Titularización a través del Agente de Recaudo de la siguiente forma: Los flujos que se generen diariamente, se entregaran al Fideicomiso al siguiente día hábil después de su recaudación a través del depósito o transferencia a la cuenta corriente del Fideicomiso Mercantil, para cubrir todos los pasivos del Fideicomiso de Titularización, mientras este se encuentre vigente.

2. Adicionalmente formarán parte del patrimonio autónomo el derecho de cobro de las facturas de venta que realice La Fabril en el segmento “Mayoristas Especiales”, al contado o crédito incluyendo los intereses que cobre o recaude en forma diaria EL AGENTE DE RECAUDO. Los flujos generados de este segmento, son transferidos por el ORIGINADOR al presente contrato con una condición suspensiva, esto es, dichos flujos serán aportados por el Originador al Fideicomiso únicamente en el caso de que los flujos del Segmento Panificadores Artesanales y Semi industriales, disminuyeran en relación a lo proyección de la estructuración financiera que se adjunta como habilitante de este contrato, de tal manera que no alcancen a cubrir los pasivos del Fideicomiso, de acuerdo a las prelación de pagos que constan en el sub numeral NUEVE. TRES. TRES. DE LA

CLÁUSULA NOVENA DE ESTE CONTRATO, esto es cuando no se alcance a cubrir con el Segmento Panificadores Artesanales y Semi industriales las provisiones o retenciones estipuladas en el presente FIDEICOMISO y en caso especial de producirse a lo largo de la vigencia del FIDEICOMISO de que la suma de los ingresos del SEGMENTO PANIFICADORES ARTESANALES Y SEMI INDUSTRIALES de los últimos doce meses sean menores a Tres millones de dólares de los Estados Unidos de América anuales por tres meses consecutivos o si en algún mes determinado los ingresos de los últimos doce meses sean menores a Dos millones de dólares de los Estados Unidos de América anuales. (Considerando en este parámetro que el nivel de ingresos en relación a las ventas del período se calculará en relación al valor acumulado de 12 meses atrás.)

## **2.- APROBACIONES DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN.**

\*Con fecha 13 de octubre del 2008 se ingresó a la Superintendencia de Compañías la solicitud para las autorizaciones correspondientes:

- i) para realizar el proceso de Titularización hasta por la suma de US\$ 10, 000,000;
- ii) para la inscripción en el Registro del Mercado de Valores del FIDEICOMISO
- iii) para la inscripción en el Registro del Mercado de Valores de los valores a ser emitidos como consecuencia de tal proceso.
- iv) para la aprobación del Prospecto de la Oferta Pública por US\$ 10, 000,000; y,
- v) para la oferta pública de los Valores antes citados.

\*Mediante resolución No. 08-G-IMV-0008821 del 22 de Diciembre del 2008, la Superintendencia de Compañías resuelve aprobar el proceso de titularización hasta \$ 10, 000,000.00 a llevarse a cabo a través del FIDEICOMISO.

\*Con fecha 29 de Diciembre del 2008; la Superintendencia de Compañías; procede a emitir el CERTIFICADO DE INSCRIPCION correspondiente; mediante el cual certifica que el FIDEICOMISO se encuentra inscrito en el Registro del Mercado de Valores con el No. 2008-2-13-00585; y con el número 2008-2-01-00370 inscrito como EMISOR y los títulos valores a emitirse como producto del proceso de titularización por un monto de hasta \$ 10,000,000.00 denominados VTC-TLF se encuentran inscritos como valor bajo el número 2008-2-02-00699.

\*Con fecha 12 de Enero del 2009; mediante comunicación No. SG.E.2009.025; la Corporación Civil de la Bolsa de valores de Guayaquil informa que el Directorio de Bolsa de valores Guayaquil, procedió a autorizar la inscripción en el Registro de la BVG, de los

valores que emitirá el FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN, hasta por la suma de Diez Millones de Dólares, fijando la fecha de negociación a partir del 13 de Enero del 2009.

### **3.- INFORMACION A LO INVERSIONISTAS**

#### **1 DETALLE DE LOS RECURSOS QUE HAN INGRESADO AL FIDEICOMISO POR APORTES DEL ORIGINADOR HASTA EL 30 DE NOVIEMBRE DEL 2010:**

<b>MES</b>	<b>VALOR</b>
<b>Ene-10</b>	485,558.21
<b>Feb-10</b>	384,669.73
<b>Mar-10</b>	639,818.98
<b>Abr-10</b>	564,438.91
<b>May-10</b>	732,056.43
<b>Jun-10</b>	703,489.02
<b>Jul-10</b>	669,253.23
<b>Ago-10</b>	737,773.13
<b>Sept-10</b>	777,349.30
<b>Oct-10</b>	815,156.92
<b>Nov-10</b>	707,559.71
<b>TOTAL</b>	<b>7,217,123.57</b>

<b>AÑO</b>	<b>VALOR</b>
<b>2009</b>	<b>3,933,857.32</b>
<b>2010</b>	<b>7,217,123.57</b>

## **2. SALDO DE PASIVOS CON INVERSIONISTAS:**

Al 30 de Noviembre del 2010, el total de deuda en circulación es de USD \$ 10,000,000.00, de acuerdo a la siguiente tabla:

<b>MONTO AUTORIZADO DE TÍTULOS A EMITIRSE:</b>	\$10,000,000.00
<b>TOTAL TÍTULOS VENDIDOS AL 30-11-10</b>	\$10,000,000.00

<b>DENOMINACION</b>	<b>FECHA EMISION</b>	<b>FECHA VENCIMIENTO</b>	<b>MONTO COLOCADO EN US\$</b>	<b>PAGO DE DIVIDENDO DE CAPITAL</b>	<b>SALDO POR AMORTIZAR US\$ CAPITAL</b>
VTC -TLF	23-Ene-09	23-Ene-13	10,000,000.00	3,564,285.24	6,435,714.76
<b>TOTAL DEUDA EN CIRCULACIÓN</b>			<b>10,000,000.00</b>		<b>6,435,714.76</b>

## **3. SALDO DE PASIVOS CON TERCEROS**

Al 30 de Noviembre del 2010, no hubo saldos pendientes de pagar respecto a los pasivos con terceros distintos a los inversionistas.

## **4. SALDO DEL FONDO DE GARANTIA**

**FONDO DE GARANTÍA:** El mecanismo de garantía utilizado en la presente titularización es el de exceso de flujo de fondos a través de la constitución de un FONDO DE GARANTIA que se constituirá de la siguiente forma:

De los recursos que se generan por la colocación y venta de los VALORES provenientes de la titularización, la FIDUCIARIA deberá retener el equivalente al 100% del primer pago de capital.

Durante la vigencia los valores que se emiten como consecuencia de este proceso de titularización, el Fideicomiso deberá mantener totalmente aprovisionado el FONDO DE GARANTIA, esto es, siempre deberá existir en dicho FONDO DE GARANTIA, la provisión del 100% del próximo dividendo de capital a pagar.

Durante el período de gracia, para el pago del Primer dividendo, el Agente de Manejo, deberá haber provisionado la totalidad del Fondo de Garantía, esto es el cien por ciento del próximo dividendo de capital a pagar.

En caso de que se deban tomar recursos de este FONDO DE GARANTIA, el Agente de Manejo deberá ajustar los montos correspondientes, esto es, todos aquellos recursos que hagan falta para completar el cien por ciento del próximo dividendo de capital a pagar, estos recursos se deberán ir provisionando mensualmente. En caso de que los recursos que se encuentren en el patrimonio autónomo sean insuficientes para completar el FONDO DE GARANTIA, la FIDUCIARIA notificará al ORIGINADOR sobre este particular, requiriéndole la reposición de los valores hicieran falta para completar el FONDO DE GARANTIA. El ORIGINADOR deberá entregar a la FIDUCIARIA estos recursos dentro de las 48 horas hábiles siguientes a la notificación.

\* Al 30 de Noviembre del 2010 el monto de esta Garantía asciende a: **USD \$ 746,677.06 (capital + intereses)**

## **5. SALDO DEL FONDO ROTATIVO**

Al 30 de Noviembre del 2010, el valor del Fondo asciende a USD \$ 14,477.59, inicialmente el Originador aportó USD \$ 15,000.00.

NUEVE. TRES. DOS. DOS. Reposición del Fondo Rotativo.- El Agente de Manejo deberá reponer el Fondo Rotativo de los recursos existentes en el patrimonio de propósito exclusivo. En caso de que no existan recursos suficientes, el Agente de Manejo tomará los recursos para reponer el Fondo Rotativo del Remanente. Sin perjuicio de lo anterior, si por cualquier causa no fuera posible reponer el Fondo Rotativo de esa manera, los recursos para la reposición deberán ser entregados por el Originador.

## **6. SUPERVISOR DE FLUJOS**

A la fecha de este Informe **DELOITTE & TOUCHE** remitió los Informes de Supervisión de Flujos hasta el periodo octubre 2010.

## **7. RESGUARDOS:**

- Los mecanismos de resguardo adicionales no se han activado a la fecha de este informe.