



REPÚBLICA DEL ECUADOR
INSTITUTO DE ALTOS ESTUDIOS NACIONALES
UNIVERSIDAD DE POSTGRADOS DEL ESTADO

SEXTA MAESTRÍA EN ALTA GERENCIA

Proceso de Titularización en el Mercado de
Valores de un Proyecto Inmobiliario

AUTOR: Carlos Eduardo Garbay Mancheno

DIRECTOR: Alfonso Castro

Quito, septiembre del 2012

AUTORIA

Yo, Carlos Eduardo Garbay Mancheno, con CI 0602952681 declaro que las ideas, juicios, valoraciones, interpretaciones, consultas bibliográficas, definiciones y conceptualizaciones expuestas en el presente trabajo; así cómo, los procedimientos y herramientas utilizadas en la investigación, son de absoluta responsabilidad de el/la autor (a) de la Tesis.

Carlos Garbay Mancheno

0602952681

AUTORIZACIÓN DE PUBLICACIÓN

Autorizo al Instituto de Altos Estudios Nacionales a realizar la publicación parcial o total del presente proyecto de titularización, así como a que la biblioteca de la institución haga de éste un documento disponible y pueda reproducirlo, de acuerdo a la normativa de la Institución

Carlos Garbay Mancheno

0602952681

Dedicatoria

A Dios que bendice diariamente mi vida y a mi familia que ha sido siempre fuente de reposo y un apoyo constante en todas las etapas de existencia

Resumen

La presente investigación se realizó con el objetivo de determinar si un proceso de titularización en el mercado de valores constituye una alternativa viable para que una persona natural o jurídica obtenga la liquidez necesaria para el desarrollo de proyectos inmobiliarios, analizándola sobre la base de dos ejes fundamentales. El primero, el de los negocios fiduciarios y el mercado de valores y el segundo, el marco legal y normativo ecuatoriano que rige estos procesos.

Entendidos estos dos aspectos, se estudia a profundidad la titularización. Se presentan varias concepciones y definiciones de diversos autores, el desarrollo que ha tenido la titularización en los mercados de valores de latinoamericanos y mundiales, un análisis comparativo entre la titularización y otras fuentes de financiamiento tales como préstamos bancarios, factoring financiero, entre otros, mostrando varias ventajas y desventajas que tiene para los originadores e inversores desarrollar y participar de un proceso de titularización.

Una vez que se ha determinado que la titularización es una opción viable y que es una manera ventajosa de obtener recursos, se muestra de

manera clara cómo en la práctica se realiza un proceso de titularización, cuales son los pasos a seguir, la documentación requerida, los trámites a realizar por cada uno de los intervinientes. Para una mejor comprensión se anexa un ejemplo de bosquejo desarrollado en base a bosquejos facilitados por las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, de títulos ya comercializados. De igual manera consta una descripción del proceso de comercialización de los títulos en el mercado de valores.

Índice

Capítulo I	11
1. Introducción	11
1.1 Metodología	13
Capítulo II	15
2. Marco Teórico	15
2.1 El negocio fiduciario	15
2.1.1 Antecedentes históricos del fideicomiso y la titularización	15
2.1.1.1 El Fideicomiso	15
2.1.1.2 La Titularización	18
2.1.1.3 El mercado de valores en el Ecuador	20
2.1.2 Clases de negocios fiduciarios	24
2.1.2.1 El Encargo Fiduciario	24
2.1.2.1.1 Concepto.-	24
2.1.2.1.2 Intervinientes.-	24
2.1.2.2 El Fideicomiso Mercantil	25
2.1.2.2.1 Concepto.-	25
2.1.2.2.1 Intervinientes.-	26
2.1.2.2.3 Finalidad.-	28
2.1.3 Clases de productos fiduciarios	29
2.1.3.1 Fideicomiso de inversión	29
2.1.3.2 Fideicomiso de administración	30
2.1.3.3 Fideicomiso de garantía	30
2.1.3.4 Fideicomiso inmobiliario	30

2.1.3.4.1	Intervinientes.	31
2.1.3.4.2	Etapas del proyecto	33
2.1.3.4.3	Punto de equilibrio	34
CAPITULO III		37
3. BREVE ANÁLISIS DE LA REGULACIÓN ECUATORIANA Y LEGISLACIÓN REFERIDA AL PROCESO DE TITULARIZACIÓN		37
3.1	Ley General de Instituciones del Sistema Financiero	37
3.2	Ley de Mercado de Valores	42
3.2.1	Titularización	42
3.2.1.1	Activos susceptibles de titularizar	43
3.2.1.2	Intervinientes	44
3.2.1.2.1	Originador.-	44
3.2.1.2.2	Agente de manejo.-	45
3.2.1.2.4	Los inversionistas.-	47
3.2.1.2.5	El comité de vigilancia.-	47
3.2.2	Aspectos contables y tributarios	48
3.2.3	Régimen Tributario Municipal	52
Capítulo IV		56
4. La Titularización		56
4.1	Concepto	56
4.2	Origen	57
4.3	Características de la Titularización	60
4.4	Ventajas de la Titularización	61
4.4.1	Ventajas para el emisor u originador	61
4.4.2	Ventajas para el inversor	63

4.5 Desventajas de la Titularización _____	64
4.6 Breve análisis del desarrollo de la titularización en Latinoamérica y mercados internacionales __	65
4.7 Comparación de la titularización con otras fuentes de financiamiento _____	71
4.7.1 Registro de valores no inscrito _____	71
4.7.2 El Factoring _____	72
4.7.3 Préstamos bancarios _____	74
Capítulo V _____	78
5. Proceso de titularización de un proyecto inmobiliario _____	78
5.1 Descripción del proceso para la titularización de un proyecto inmobiliario _____	78
5.2 Descripción del proceso de comercialización de títulos del proyecto inmobiliario en el mercado de valores _____	82
5.3 Contenido adicional del prospecto para la titularización de proyectos inmobiliarios. _____	86
Capítulo VI _____	91
6. Conclusiones y recomendaciones _____	91
6.1 Conclusiones _____	91
6.2 Recomendaciones _____	93
Bibliografía _____	95

Cuadros e ilustraciones

Cuadro 1.- Valores de títulos comercializados por la BVQ por año _____	23
Cuadro 2.- Intervinientes del fideicomiso inmobiliario _____	31
Cuadro 3.- Clases de negocios fiduciarios _____	37
Cuadro 4.- Clases de negocios fiduciarios _____	39
Cuadro 5.- Proceso de titularización _____	48
Cuadro 6.- Montos y tipos de titularización en América Latina (1997 - 1999) _____	66
Cuadro 7.- Montos y tipos de titularización en América Latina (2006) _____	67
Cuadro 8.- Montos titularización en Ecuador _____	68
Cuadro 9.- Montos titularización en Ecuador por sectores _____	69
Cuadro 10.- Costos financieros promedios en Ecuador _____	75
Cuadro 11.- Detalle titularización inmobiliaria _____	82

Capítulo I

1. Introducción

Sabemos que el acceso a una vivienda es uno de los derechos garantizados en nuestra Constitución¹, sin embargo el Estado ve limitada su capacidad para dar respuesta a esta demanda.

De acuerdo a las estadísticas del Instituto Ecuatoriano de Estadísticas y Censos, solamente en Pichincha el déficit de vivienda al momento es de 15.000 unidades y se proyecta que para el 2025 será de 23.000. Esto ha motivado a la empresa privada a asumir esta responsabilidad y además verlo como una oportunidad de negocio.

De igual manera ocurre en la ciudad de Guayaquil, donde un estudio realizado por la empresa Gridcon, revela que el 88,6% de la demanda de vivienda calificada, a ser adquirida en los próximos tres años, proviene de los niveles socioeconómicos medios y bajos²

¹ Título II.- Derechos.- Capítulo II.- Derechos del Buen Vivir.- Sección Sexta.- Hábitat y Vivienda el Artículo 30, indica que: "Las personas tienen derecho a un hábitat seguro y saludable, y a una vivienda adecuada y digna, con independencia de su situación social y económica"

² Estudio solicitado por PRONOBIS, empresa dedicada AL desarrollo inmobiliario de la ciudad de Guayaquil

Esta demanda se ve fortalecida por varios aspectos, como son el hecho de que se ha detenido el decrecimiento de las remesas enviadas por los migrantes, que se han incrementado en un 3% en el último año; los préstamos ofrecidos por el BIESS, que han superado los mil millones de dólares; así como los créditos provenientes del Banco Ecuatoriano de la Vivienda, sumados al Bono de la Vivienda ofrecido por el Gobierno

Pese a que el sector de la construcción ha hecho importantes aportes a la economía nacional. Es así que en los últimos años el PIB de la construcción (42%) ha crecido a un ritmo muy superior al PIB nacional (32%), pudiendo considerarlo como un motor de la economía por la cantidad de recursos que mueve y la cantidad de empleos que genera.

Sin embargo también existen factores que han limitado este desarrollo, al igual que ha sucedido con muchos otros sectores económicos. Uno de ellos esta falta de liquidez y la restricción de los créditos por parte de las entidades bancarias.

Por lo expuesto el principal objetivo de este proyecto de titulación es investigar y dar a conocer sobre los aspectos y procedimientos relacionados a la Titularización, una de las alternativas previstas en la Ley de Mercado de Valores vigente en el país, procedimiento mediante

el cual personas y empresas pueden obtener financiamiento para el desarrollo de proyectos productivos o de inversión, a través del mercado de valores.

Un entendimiento de estos mecanismos de financiamiento que nos presenta el mercado de valores nacional así como una mejor y mayor difusión de los mismos, permitirá que sean más las empresas que puedan acceder a fuentes alternativas para la obtención de recursos. Esto podría traer como resultado un crecimiento en la actividad económica del país y un aumento de fuentes de empleo y una mayor promoción del mercado de valores, como alternativa de inversión y ahorro para los ecuatorianos.

1.1 Metodología

La presente investigación parte del planteamiento de hipótesis iniciales, mismas que pretenden demostrar si la titularización es una alternativa viable para la obtención de recursos que permitan financiar proyectos inmobiliarios, así como determinar si para el inversionista es una opción atractiva de inversión. Éstas han sido validadas en el presente trabajo mediante un método deductivo.

La investigación está basada principalmente en la consulta a fuentes bibliográficas legales y financieras; publicaciones de organismos económicos, financieros y legales, como bancos centrales de distintos países, bolsas de valores y agentes internacionales de calificación de riesgos; estudios y estadísticas de organismos reconocidos, publicaciones en medios de comunicación, entre otras.

La investigación también recoge y analiza los artículos de la Ley de Mercado de Valores del Ecuador y de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, relacionados al mercado de valores, a los negocios fiduciarios y a la titularización.

Adicionalmente se ha obtenido información de fuentes primarias, mediante entrevistas abiertas al Doctor Diego Araujo, Relacionador Público de de la Bolsa de Valores de Quito, Arquitecto Felipe Corral, ex Presidente del Colegio de Arquitectos, al Doctor Diego Garcés, ex Intendente de Mercado de Valores de Quito, funcionarios de Casas de Valores, entre las principales.

Capítulo II

2. Marco Teórico

2.1 El negocio fiduciario

2.1.1 Antecedentes históricos del fideicomiso y la titularización

2.1.1.1 El Fideicomiso

El contrato de fideicomiso tiene sus orígenes en el derecho romano, donde se destacan principalmente dos figuras: el fideicommissum y el pactum fiduciae (Rodríguez Azuero Sergio 1990: 608)

El fideicommissum se origina como respuesta a las múltiples restricciones para heredar que establecía el derecho romano y en la necesidad de realizar la voluntad del testador a través de una figura que pudiese cumplir a cabalidad esa voluntad, hasta cierto punto se podría decir o interpretar como una manera o un mecanismo para evadir dichas restricciones. (Garcés Diego 2009: 2)

El fideicomisum –proveniente de las raíces “fides” (fe, fidelidad y lealtad) y “comisión” (encargo) – consistía en que una persona transfería sus bienes a otra, por vía testamentaria, con el objeto de que esta persona, figurando como propietaria, los empleara en beneficio de otra, a la cual más adelante debía transferirle dichos bienes. Se trataba entonces de un negocio de confianza “puro”, ya que en un determinado momento, el nuevo propietario podía abusar de su posición, negándose a transferir los bienes al beneficiario designado o guardando los frutos en su provecho e incluso enajenando los bienes a un tercero. (Rodríguez Azuero Sergio 1990: 610)

El pactum fiduciae, a diferencia del fideicomisum que consistía en una transmisión por causa de muerte, implicó un acuerdo entre vivos, con la obligación para el adquirente de transferir los bienes recibidos en determinadas circunstancias. (Garcés Diego 2009: 2)

El pactum fiduciae se manifiesta en dos formas principales: La fiducia cum creditore y la fiducia cum amico. La primera que consistía en que el deudor, requerido por su acreedor para prestarle una seguridad del pago de su obligación, transfería la propiedad de un bien con cargo de que le fuera retransmitido una vez satisfecha la obligación. La segunda consistía en la transferencia que se hacía de bienes a una persona de

confianza, para que éste pudiera disponer de los mismos y ejercitar las facultades inherentes al dueño como administrar los bienes, celebrar contratos en torno a ellos, defenderlos contra el ataque de terceros, etc. (Rodriguez Azuero Sergio 1990: 618)

Un poco más adelante en el tiempo encontramos que la legislación anglosajona también se constituye en un antecedente del fideicomiso mercantil, motivada principalmente por dos situaciones, la primera por la Ley de Manos Muertas³, por la cual se declaró nula la enajenación de tierras a corporaciones eclesiásticas, dando origen al denominado "use" que surge como mecanismo de evasión y el "trust"⁴, institución que se introduce en las legislaciones latinoamericanas a través de las disposiciones contenidas en las leyes bancarias de principios de siglo.

En Ecuador la figura del fideicomiso mercantil tiene su origen en la Ley General de Operaciones de Crédito, contenida en el Decreto Supremo No. 1192 del 12 de diciembre de 1963, publicado en el registro oficial No. 133 del 19 de diciembre del mismo año en la que se incorporó un título denominado "fideicomiso". Lastimosamente las referidas disposiciones

³ Ley de Manos Muertas o Statute of Mortmain: Impedía a las comunidades religiosas poseer bienes inmuebles. Para salvar esta prohibición, los monjes adquirían o transferían propiedades destinada a beneficiar a la comunidad, a través de un tercero feoffee to use.

⁴ Trust: Fideicomiso, fondo de inversión

tuvieron una vida muy efímera puesto que fueron derogadas el 11 de Noviembre de 1966. (Cornejo 2002: 12)

Treinta años después se dicta la primera Ley de Mercado de Valores (LMV), publicada en el Registro Oficial No 199 de 28 de Mayo de 1993, a través de la cual se incorporó al Código de Comercio un título denominado "Fideicomiso Mercantil", en el que se trató en forma por demás aislada e incompleta la denominada fiducia.

En el año 1998 se deroga la Ley de Mercado de Valores de 1993 y se dicta una Ley sustitutiva que incorpora como una institución del mercado de valores al "Fideicomiso Mercantil y Encargo Fiduciario". (Cornejo 2002: 15)

2.1.1.2 La Titularización

Existen varios vocablos para referirse a la misma figura jurídica. Es así como en España, Colombia y Ecuador se utiliza mucho el término titularización. Securitization, término europeo; securitisation empleado por ingleses y titrisation o titralisation, en francés. Estos términos provienen de security que traducido al castellano significa título-valor⁵.

⁵ La definición de security que estableció The Securities Act of 1933, en la Sec. 2 (a) (1), es la siguiente: (1) The term "security" means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional

Los títulos-valores, que son creación del Derecho Mercantil, tienen su origen en la Edad Media, por la necesidad de crear instrumentos que debieron facilitar la circulación del dinero y por el riesgo que implicaba el transporte de los valores monetarios de una plaza a otras. De esta manera los títulos-valores se convierten en la expresión de una larga evolución jurídica y económica y han sido necesarios para acomodarse a la transformación de la estructura económica cambiante. (Ron, F., 2009)

En la era moderna, la titularización cobra sentido en el siglo pasado en los Estados Unidos de América, durante la década de los años setenta, como consecuencia de las altas tasas de interés en el otorgamiento de créditos y de la necesidad de las entidades financieras de reducir costos para la obtención de fondos. Frente a esta realidad, los demandantes de fondos recurrieron a la emisión de títulos de deuda respaldados, es decir títulos cuyo pago se encontraba garantizado por un activo real, tales como prendas, hipotecas, facturas, entre otros. (Garcés, D., 2010: 6)

Otra de las causas por las cuales se dan inicio a los procesos de titularización, es en respuesta a las dificultades que atravesaba la Savings and Loans Associations de Estados Unidos, para mantener la

undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security", or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.

cartera hipotecaria a mediano y largo plazo, cuando predominaba la captación de depósitos a mediano plazo. Esto los llevó a emitir títulos de valor sobre su cartera (Gonzales, R., 2007)

Con el transcurso del tiempo se fueron incorporando a este proceso los bancos, sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda, entre otras, que titularizaron otros activos, tales como créditos comerciales con caución hipotecaria, hipotecas sobre viviendas, créditos de cartera automotriz, créditos por consumos de tarjeta de crédito y otros. (Gonzales, R., 2007).

2.1.1.3 El mercado de valores en el Ecuador

En el Ecuador, el mercado de valores tiene sus inicios en 1847, cuando se dió un primer intento por crear una Bolsa de Valores, siguiendo el ejemplo de la Bolsa más famosa de la época, la de Londres. (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2010)

En 1873 se crea la Bolsa Mercantil de Guayaquil, motivada por el buen momento que atravesaba la exportación de productos como el cacao. En ella cotizaban alrededor de 20 empresas. Posteriormente desapareció por razones que no se encuentran registradas. (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2010)

En el año 1969 la Comisión de Valores de la Corporación Financiera Nacional, promovió la apertura de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil. (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2010)

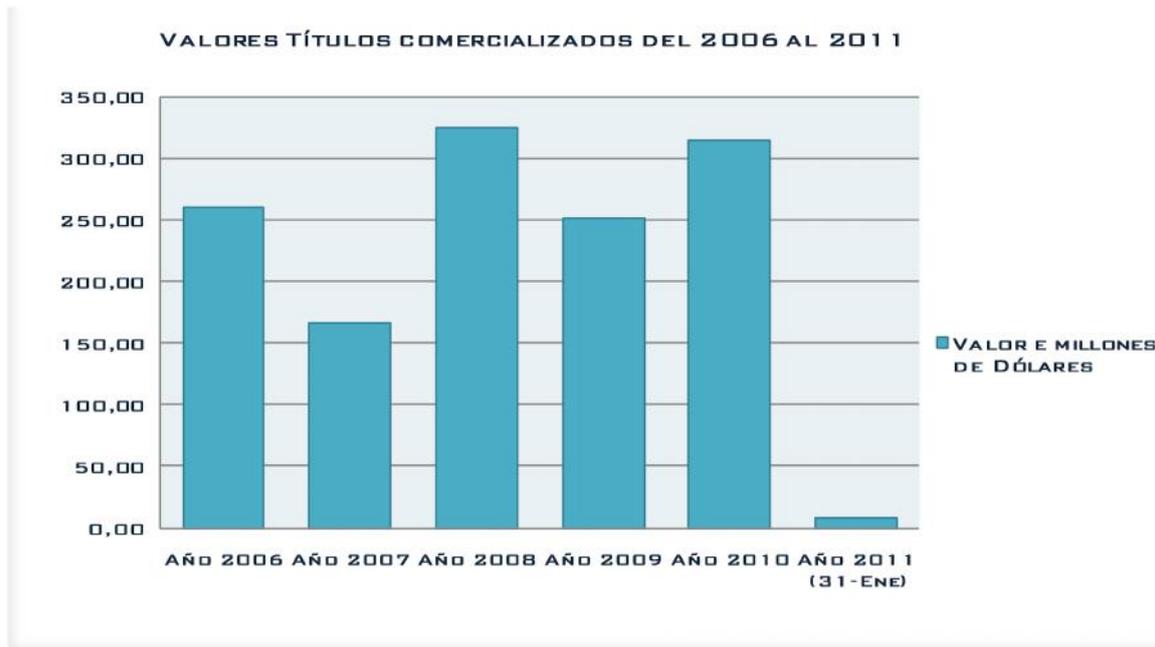
En Ecuador, se dicta la primera Ley de Mercado de Valores, publicada en el registro oficial No. 199 del 28 de mayo de 1993, sin embargo la figura de la Titularización aparece en la ley promulgada en 1998. Ésta cobra cierta fuerza apenas a partir del 2000, luego de que la crisis financiera de 1999 motivara a los sujetos de mercado a buscar nuevas fuentes de financiamiento en inversión.

Tanto empresas públicas como privadas han optado por participar en procesos de titularización. Ejemplo de esto es la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, que en el 2006 obtuvo gran parte del financiamiento para su construcción a través de la emisión de títulos a ocho y diez años plazo, mismos que fueron adquiridos por inversionistas privados y públicos (uno de los principales fue el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social con 40 millones de dólares). (Bolsa de Valores de Quito)

Del mismo modo lo hizo la Corporación Financiera Nacional en el 2010 que decidió participar en el mercado de valores, a fin de “reciclar el dinero y ponerlo en un fideicomiso para titularizar los bonos, y así obtener fondos para otorgar más créditos” (Diario Hoy, 28 de octubre del 2010)

En este contexto, la Dra. Mónica Villagomez, Presidenta de la Bolsa de Valores de Quito, señaló en una entrevista publicada por el Diario El Universo, que en el año 2009, ante la restricción del crédito, varias compañías optaron por buscar financiamiento y liquidez en el mercado de valores del Ecuador. Entre enero y marzo de 2009, quince empresas hicieron emisiones de obligaciones por \$ 103,3 millones a plazos entre 2 y 4 años y tasas de rendimiento de entre el 7% y el 8%. Este tipo de financiamiento posibilita incrementar la liquidez de la compañía por la obtención de dinero efectivo a un mejor interés que el que ofrece el sistema bancario. Estos recursos permiten a la empresa financiar su capital de trabajo, reestructurar pasivos o emprender procesos de inversión e innovación para que pueda crecer. (El Universo, 23 de marzo del 2009. Economía, pg. 9).

En el siguiente cuadro podemos apreciar los valores de títulos comercializados en los últimos cuatro años en el mercado de valores a través de la Bolsa de Valores de Quito:



Cuadro 1.- Valores de títulos comercializados por la BVQ por año

FUENTE: Reportes diarios de operaciones cerradas BVQ

AUTOR: Departamento de Rueda

Las empresas que en su mayoría emplean la titularización, como fuente para obtener recursos, son empresas financieras y comerciales y en un porcentaje mucho menor las empresas industriales. De acuerdo a la información proporcionada por Eco. Diego Araujo, funcionario de la Bolsa de Valores de Quito, hasta la fecha no se han registrado proyectos inmobiliarios participando en procesos de titularización en la Bolsa de Valores de Quito.

2.1.2 Clases de negocios fiduciarios

2.1.2.1 El Encargo Fiduciario

2.1.2.1.1 Concepto.- El artículo 114 de la Ley de Mercado de Valores publicada en el Registro Oficial No 367 de 23 de Julio de 1998 define al encargo fiduciario como "el contrato escrito y expreso por el cual una persona llamada constituyente instruye a otra llamada fiduciaria, para que de manera irrevocable, con carácter temporal y por cuenta de aquel, cumpla diversas finalidades, tales como de gestión, inversión, tenencia o guarda, enajenación, disposición a favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario"

2.1.2.1.2 Intervinientes.- En la figura del fideicomiso mercantil establecida en la Ley de Mercado de Valores, intervienen tres partes:

- 1) Constituyentes.- Son las personas naturales o jurídicas, privadas, públicas, mixtas, nacionales o extranjeras y las entidades dotadas de personalidad jurídica (fideicomisos

mercantiles) que realizan el encargo de confianza con o sin transferencia de dominio.

2) Fiduciario Son las administradoras de fondos y fideicomisos y las instituciones públicas autorizadas para el efecto conforme a sus leyes específicas.

3) Beneficiarios Son las personas naturales (que existan o se espera que existan) y las personas jurídicas (que existan o se espera que existan) públicas, mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras o entidades dotadas de personalidad jurídica a favor o en provecho de quien se realiza el encargo.

2.1.2.2 El Fideicomiso Mercantil

2.1.2.2.1 Concepto.- En el artículo 109 de la Ley de Mercado de Valores define al fideicomiso mercantil como el contrato por el cual una o más personas denominadas constituyentes o fideicomitentes transfieren de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles, corporales o incorporales, que existen o se espera

que existan, a un patrimonio autónomo⁶, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien a favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario. (Arias 2006:27)

2.1.2.2.1 Intervinientes.- En la figura del fideicomiso mercantil establecida en la Ley de Mercado de Valores, intervienen tres partes: (Parraguez 2006: 334)

1) Constituyentes o fideicomitentes.- Son las personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras que transfieren bienes o derechos a un patrimonio autónomo representado por un fiduciario para que los administre en su provecho o de un tercero nombrado por él. Podrán ser también fideicomitentes los fideicomisos mercantiles. (Artículo 115 LMV)

⁶ Patrimonio autónomo: conjunto de derechos y obligaciones afectados a una finalidad y que se constituye como efecto jurídico del contrato. (Ley de Mercado de Valores, Registro Oficial No. 367, 23 de Julio de 1998)

2) Fiduciarios.- Son las Administradoras de Fondos y Fideicomisos legalmente constituidas en el país y autorizadas, para actuar como administradoras de fideicomisos mercantiles, y ejercen su representación legal. (Artículo 115 LMV)

3) Fideicomisario o Beneficiario.- Son las personas naturales o jurídicas nacionales o extranjeras que existan o que se espera que exista al momento de la constitución o de la extinción del fideicomiso. Podrán ser beneficiarios los propios constituyentes y los fideicomisos mercantiles. (Artículo 116)

La Ley de Mercado de Valores establece parámetros, a fin de que esta figura jurídica tenga ciertas características que garanticen el cumplimiento de los objetivos propuestos por el constituyente en su provecho o de los terceros nombrados por él.

En este marco, la ley mencionada ha previsto que los bienes o derechos transferidos al fiduciario, conformen un patrimonio autónomo e independiente del constituyente, fiduciario o beneficiario. El patrimonio autónomo se constituye en una persona jurídica,⁷ que a través de su

⁷ Persona Jurídica: 1 Capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones. (Diccionario RADLE)

fiduciaria quien ejerce su representación legal, conformado por bienes o derechos que salen del patrimonio del constituyente, que figuran en la contabilidad del fiduciario como bienes distintos de los propios y que se encuentran afectos exclusivamente a la finalidad establecida por el fideicomitente. Para efectos tributarios es sujeto pasivo de tributos, es decir contribuyente y agente de retención. Adicionalmente, no podrá ser objeto de medidas o providencias preventivas ni embargo por deudas u obligaciones de los constituyentes, fiduciario o beneficiarios, ni negociable por el fiduciario, salvo disposición en contrario del constituyente o en razón de la naturaleza o finalidad del fideicomiso. (Pereira 2006: 7)

La Ley de Mercado de Valores de nuestro país permite que los derechos de los beneficiarios determinados en el contrato del negocio fiduciario, puedan ser cedidos a las personas que no se encuentren impedidas por la ley o por el instrumento constitutivo del negocio fiduciario (Pereira 2006: 43)

2.1.2.2.3 Finalidad.- El objetivo de efectuar tanto la transferencia de bienes o derechos, como encargos de confianza, es que a través de la gestión profesional de una fiduciaria, se lleven a cabo las instrucciones

² Persona ficticia, capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones civiles, y de ser representada, judicial y extrajudicialmente (Código civil)

impartidas por el constituyente, en el marco de conseguir los objetivos establecidos por éste. (Garcés, D 2010: 53)

2.1.3 Clases de productos fiduciarios

El fideicomiso mercantil es una figura jurídica sumamente versátil, ya que se ajusta a las necesidades del cliente y está limitada únicamente por las instrucciones impartidas por el constituyente, obviamente enmarcadas en la ley. Los productos fiduciarios pueden agruparse en cuatro categorías de acuerdo con el Consejo Nacional de Valores del Ecuador. Las tres primeras se mencionan a continuación, sin embargo no serán explicadas en detalle por no ser objeto de estudio de la presente investigación. La cuarta categoría se explicará más a profundidad (Fondos del Pichincha)

2.1.3.1 Fideicomiso de inversión

La Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores del Ecuador define al fideicomiso de inversión como el contrato en virtud del cual los constituyentes o fideicomitentes adherentes entregan al patrimonio autónomo valores o sumas de dinero para que la fiduciaria los invierta según sus instrucciones para beneficio propio o de terceros

2.1.3.2 Fideicomiso de administración

El fideicomiso de administración es un contrato en virtud del cual se transfieren bienes muebles o inmuebles a un patrimonio autónomo para que la fiduciaria los administre y desarrolle la gestión encomendada por el constituyente y destine los rendimientos, si los hay, al cumplimiento de la finalidad señalada.

2.1.3.3 Fideicomiso de garantía

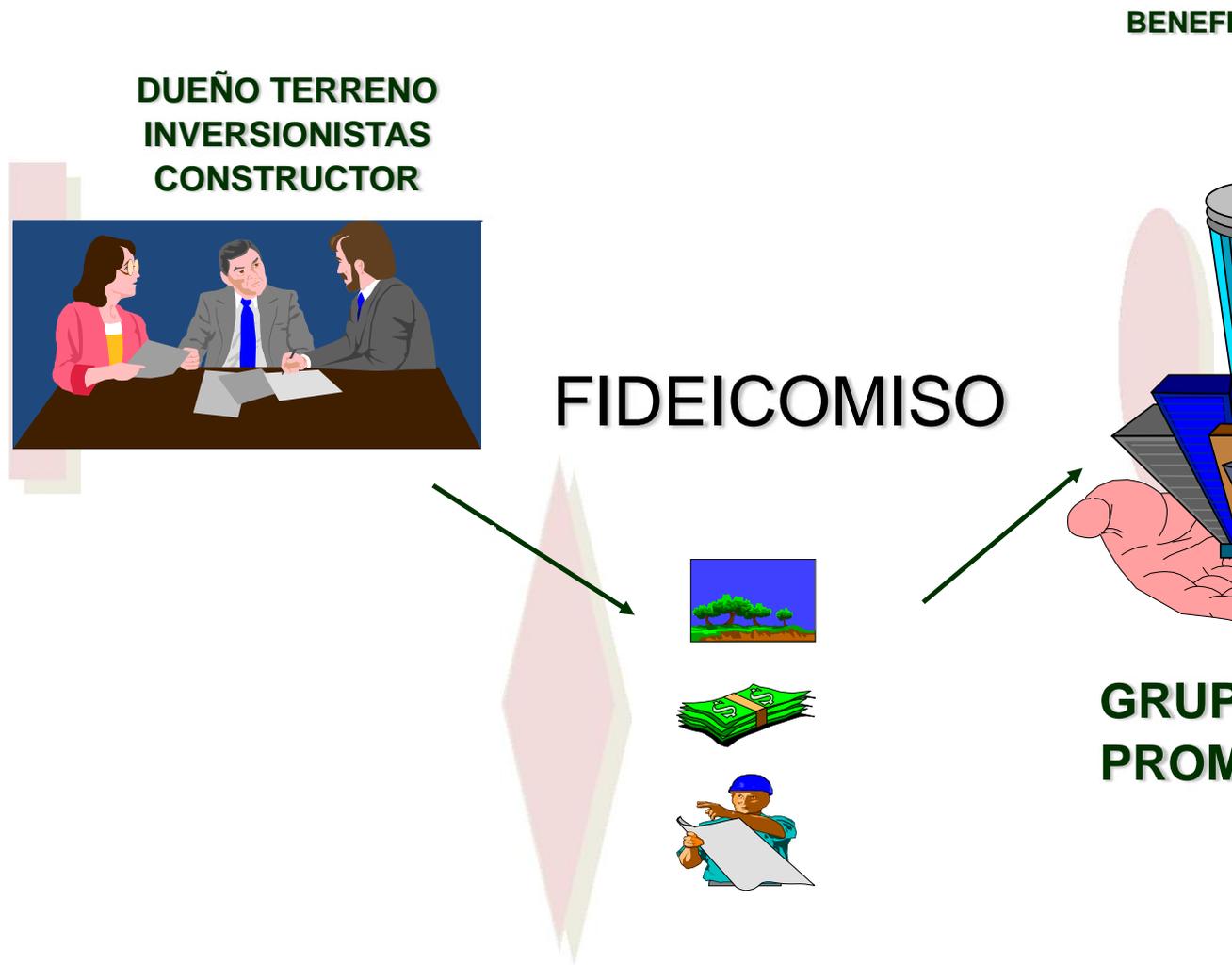
El fideicomiso de garantía es aquel negocio en virtud del cual una persona natural o jurídica transfiere la propiedad de uno o varios bienes muebles o inmuebles, a un patrimonio autónomo, para garantizar con ellos y/o con su producto, el cumplimiento de una o varias obligaciones claramente determinadas en el contrato.

2.1.3.4 Fideicomiso inmobiliario

En este apartado se explicará la Titularización nada más desde el punto de vista de los negocios fiduciarios, ya que el análisis profundo se lo desarrolla en el capítulo IV.

La Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores define al fideicomiso inmobiliario como el contrato por el cual se transfieren bienes para que el fiduciario realice gestiones administrativas y legales ligadas o

conexas con el desarrollo de proyectos inmobiliarios todo en provecho de los beneficiarios instituidos en el contrato



Cuadro 2.- Intervinientes del fideicomiso inmobiliario

2.1.3.4.1 Intervinientes. En la figura del fideicomiso inmobiliario están claramente establecidos tres actores:

1) Constituyentes. Son las personas naturales o jurídicas, privadas, públicas, mixtas, nacionales o extranjeras y las entidades dotadas de personalidad jurídica interesadas en participar en el desarrollo, inversión y ejecución de un proyecto inmobiliario. Se puede distinguir dos clases de constituyentes:

a) Fideicomitentes promotores. Se refiere a la persona o grupo de personas, naturales o jurídicas que aportan para el desarrollo de un proyecto, con el inmueble (terreno), estudios (de mercado, arquitectónicos, de ingeniería, otros) y coordinan demás elementos y factores.

b) Fideicomitentes adherentes. Se refiere a la persona o grupo de personas, naturales o jurídicas que aportan con capital, en calidad de inversionistas, esperando una retribución que puede consistir en un área determinada en el proyecto o en dinero.
(Prado, C 2010)

También forman parte, durante la ejecución del proyecto, el gerente del proyecto, el fiscalizador y el constructor. (Prado, C 2010)

2) Fiduciario Son las administradoras de fondos y fideicomisos. Se encargan de la administración y coordinación del proyecto.
(Garcés, D 2010: 62)

3) Fideicomisarios beneficiarios Son las personas naturales y las personas jurídicas que participan en los resultados de un proyecto inmobiliario. (Garcés, D 2010: 63)

Los futuros compradores no son parte del contrato fiduciario de preventas, pero sí deben firmar la carta de instrucciones y constituir el encargo fiduciario en desarrollo del contrato de preventas (Prado, C 2010)

2.1.3.4.2 Etapas del proyecto. Los proyectos inmobiliarios realizados a través de un fideicomiso, en general manejan algunas etapas, que pese a no estar estipuladas por la ley, son comunes en este tipo de negocio fiduciario:

- 1) Etapa preliminar. Es la etapa inicial del proyecto. En ésta se entregan todos los estudios técnicos, la evaluación y factibilidad del proyecto. El fiduciario analiza el proyecto, sus condiciones y características; y el producto que se pretende comercializar.
- 2) Etapa inicial. En esta etapa se pretende determinar la viabilidad del proyecto. Empieza por la suscripción del contrato de fideicomiso y culmina con la certificación de haber alcanzado el punto de equilibrio, que será descrito más adelante.

3) Etapa de construcción. Esta etapa corresponde al desarrollo mismo del proyecto, a la ejecución de la obra. Se inicia con el punto de equilibrio y se va a ejecutar con los fondos provenientes de los compradores, inversionistas y de los créditos que se obtengan, con cargo al patrimonio autónomo del fideicomiso, para la ejecución del proyecto.

4) Etapa de liquidación. En esta etapa se realiza el acta entrega recepción de la obra. También en esta etapa se deberán haber cancelado los pasivos, impuestos y demás gravámenes. Se concluye con la entrega de los inmuebles con sus respectivas escrituras a los prominentes compradores y la liquidación de cuentas y resultados a los constituyentes y adherentes del fideicomiso. (Bautista 2007: 59)

2.1.3.4.3 Punto de equilibrio. Para entender cómo funciona el Fideicomiso Inmobiliario es necesario profundizar en qué consiste el punto de equilibrio. Este es un concepto que involucra tres aspectos fundamentales: la idoneidad legal, idoneidad técnica e idoneidad financiera. Estos aspectos deben ser tenidos en cuenta en todo proyecto inmobiliario en el que interviene una administradora fiduciaria:

- 1) La idoneidad legal se refiere a la obtención de los permisos necesarios para iniciar el proyecto (aprobación del plan, permisos municipales, otros)
- 2) La idoneidad técnica se refiere a todos los planos, estudios y especificaciones técnicas del proyecto.
- 3) La idoneidad financiera se refiere a la obtención de los fondos necesarios para el pago de los costos directos e indirectos del proyecto. Éstos pueden provenir de las ventas y preventas, aportes de los constituyentes y créditos obtenidos para la ejecución del proyecto. (Banco de Guayaquil)

El punto de equilibrio se constituye en un factor fundamental dentro de la figura del fideicomiso inmobiliario, pues de él depende el inicio de la etapa de construcción.

El promotor puede indicar a los prominentes compradores que el proyecto se iniciará una vez alcanzado el punto de equilibrio y que mientras tanto el dinero recibido como reserva o entrada del inmueble, será invertido por el fideicomiso. En caso de no alcanzar el punto de equilibrio en el tiempo establecido en el contrato, el dinero será restituido a los prominentes compradores. (Garcés 2010: 64)

CLASES DE NEGOCIOS FIDUCIARIOS	
ENCARGO FIDUCIARIO	El Constituyente instruye a la Fiduciaria para que de manera irrevocable, cumpla diversas finalidades (gestión, inversión, tenencia, otras) a favor del propio constituyente o de un tercero
FIDEICOMISO MERCANTIL	El Constituyentes transfieren de manera temporal e irrevocable bienes a un patrimonio autónomo, para que éste cumpla las instrucciones dadas por el Fideicomitente
FIDEICOMISO DE INVERSIÓN	Los constituyentes entregan al patrimonio autónomo valores o sumas de dinero para que la fiduciaria los invierta según sus instrucciones para beneficio propio o de terceros
FIDEICOMISO DE ADMINISTRACIÓN	Se transfieren bienes muebles o inmuebles a la fiduciaria para que realice la gestión encomendada y los rendimientos sean destinados a la finalidad señalada
FIDEICOMISO DE GARANTÍA	La persona natural o jurídica transfiere bienes muebles o inmuebles a un patrimonio autónomo para garantizar con ellos y/o con su producto el cumplimiento de una o varias obligaciones claramente determinadas en el contrato
FIDEICOMISO DE GARANTÍA	Se transfieren bienes para que el fiduciario realice gestiones administrativas y legales ligadas con el desarrollo de proyectos inmobiliarios en provecho de los beneficiarios instituidos en el contrato

CAPITULO III

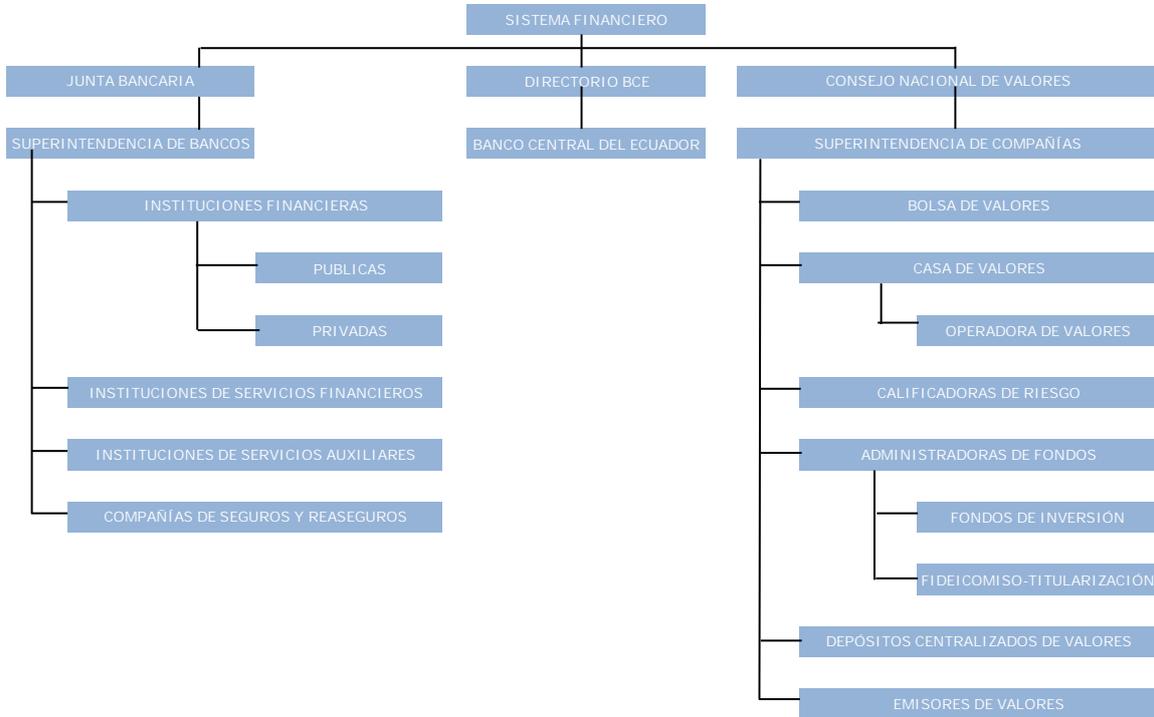
3. BREVE ANÁLISIS DE LA REGULACIÓN ECUATORIANA Y LEGISLACIÓN REFERIDA AL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

3.1 Ley General de Instituciones del Sistema Financiero

En el año 1994 se dicta la Ley General de Instituciones Financieras (L.G.I.S.F) que reemplazaría a la Ley General de Bancos, misma que autoriza a las instituciones del sistema financiero efectúen algunas actividades enmarcadas en la intermediación financiera. Dado que esta nueva ley se la elaboró en el marco del Plan de Modernización del Estado, la LGISF también pretendía regular la apertura y cierre de nuevas instituciones financieras; normar la liquidación de las instituciones que se encontraban en quiebra, así como también la apertura a la inversión extranjera. (Ramos 2006: 67-72)

Esta ley también establece que es la Superintendencia de Bancos la entidad encargada del control de las instituciones financieras, sin embargo en lo que a la participación de dichas instituciones en el mercado de valores la LGISF establece en el primer artículo lo siguiente:

“La sociedad controladora de un grupo financiero y las instituciones financieras se someterán al cumplimiento de las normas de la Ley de Mercado de Valores, en lo referente al registro y a la oferta pública de valores, pero su control y supervisión será ejercido exclusivamente por la Superintendencia de Bancos”. (Ramos 2006: 67-72), (L.G.I.S.F.)



Cuadro 4.- Clases de negocios fiduciarios

Existe otra instancia normativa que marca ciertas pautas a la regulación de las instituciones financieras. El Tratado de Basilea, suscrito en 1988, que es un acuerdo internacional, tiene como objetivo es motivar a las instituciones financieras a mejorar sus procedimientos de gestión de riesgos, estrategias comerciales y procedimientos de recuperación de capital; básicamente para proteger a los depositantes. El Tratado de Basilea también regula los procesos de titularización, de la banca privada cuando ésta se vuelve emisora o está en “posición de titularización”, señalando que en esta posición deben incluirse los bonos de titularización hipotecaria, titularización de activos, cuentas de reserva, cuentas de colateral efectivo. De tratarse de operaciones diferentes a las indicadas, se recomienda consultar a la entidad supervisora del país correspondiente.

(Comité de supervisión bancaria de Basilea, Aplicación de Basilea, 2004, www.bis.org/publ/bcbs109esp.pdf)

Con respecto a las operaciones financieras que podrán realizar los bancos, la L.G.I.S.F. en el artículo 51 enumera una serie de ellas, de las cuales mencionaremos aquellas relacionadas con el mercado de valores:

- Emitir obligaciones y cédulas garantizadas con sus activos y patrimonio. Las obligaciones de propia emisión se regirán por lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores
- Negociar letras de cambio, libranzas⁸, pagarés, facturas y otros documentos que representen obligación de pago creados por ventas a crédito, así como el anticipo de fondos con respaldo de los documentos referidos
- Negociar documentos resultantes de operaciones de comercio exterior
- Negociar títulos valores y descontar letras documentarias sobre el exterior, o hacer adelantos sobre ellas
- Adquirir, conservar o enajenar, por cuenta propia, valores de renta fija, de los previstos en la Ley de Mercado de Valores y otros títulos de crédito establecidos en el Código de Comercio y otras leyes, así como valores representativos de derechos sobre estos, inclusive contratos a término, opciones de compra o venta y futuros; podrán igualmente realizar otras operaciones propias del mercado de dinero; podrán participar directamente en el mercado de valores extrabursátil, exclusivamente con los valores mencionados en esta letra y en operaciones propias.

⁸ Libranza.- Orden de pago que se da, ordinariamente por carta, contra alguien que tiene fondos a disposición de quien la expide, la cual, cuando es a la orden, equivale a la letra de cambio.

Las operaciones efectuadas a nombre de terceros, o la venta y distribución al público en general de dichos valores, deberán ser efectuadas a través de una casa de valores u otros mecanismos de transacción extrabursátil

- Emitir obligaciones con respaldo de la cartera de crédito hipotecaria o prendaria propia o adquirida, siempre que en este último caso, se originen en operaciones activas de crédito de otras instituciones financieras
- Garantizar la colocación de acciones u obligaciones

Estos documentos pueden ser agrupados en un portafolio, a fin de convertirlos en títulos y colocarlos en el mercado de valores, por supuesto, luego de haber pasado por una calificadora de riesgos, transferidos a un fideicomiso y haber sido registrados en el Consejo Nacional de Valores. Esto permite a las instituciones financieras obtener liquidez.

De acuerdo al artículo 4 de la LMV, las instituciones financieras que quieran participar en el mercado de valores, lo podrán hacer a través de una casa de valores autorizada, que actuará como intermediaria.

Al igual que en el Tratado de Basilea II, la ley referida recomienda a las instituciones financieras, que para realizar nuevas operaciones financieras, consultar y solicitar la autorización de la Superintendencia de su país.

3.2 Ley de Mercado de Valores

Como ya se señaló en el primer capítulo, los primeros intentos de emitir una ley que regule el mercado bursátil, fue en 1969, con la Ley 111 del 26 de enero de dicho año. Una nueva ley se promulgaría en 1993 sin que tenga mucho éxito, pues no brindó las herramientas necesarias para el desarrollo del mercado de valores. En 1998 se dictó una nueva ley, orientada a impulsar y fortalecer el desarrollo de este estancado mercado. (Palma 2007: 33)

Entre los artículos y aspectos importantes de la ley, en los aspectos relacionados al tema de la presente investigación, podemos destacar los siguientes:

3.2.1 Titularización

En el Título XVI de la Ley de Mercado de Valores, se define a la titularización como “El proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo”, Adicionalmente señala que previo a realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios, se deberá cumplir con los requisitos establecidos en la LMV.

3.2.1.1 Activos susceptibles de titularizar

Con respecto a los activos que pueden ser objeto de titularización, el artículo 143 de la LMV establece que “podrán desarrollarse procesos de titularización a partir de los activos, que existen o se espera que existan, que conlleven la expectativa de generar flujos futuros determinables [...]” y enumera a los siguientes como activos susceptibles de titularizar:

- 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.

La ley también deja abierta la posibilidad de estructurar procesos de titularización con bienes o activos diferentes a los señalados en ésta disposición para lo cual se requerirá la autorización de la Superintendencia de Compañías, previa norma expedida por el Consejo Nacional de Valores.

3.2.1.2 Intervinientes

Por otra parte en el artículo 139 determina y describe los intervinientes o partes esenciales en el proceso de titularización, siendo estos los siguientes:

3.2.1.2.1 Originador.- El originador se refiere a la persona (natural, jurídica, pública, privada, mixta o de derecho privado), propietario de activos o derechos sobre flujos futuros, susceptibles de ser titularizados.

El originador debe además justificar mediante análisis económicos y financieros de al menos tres años, las rentas, derechos de contenido económico o flujos futuros que dichos activos generen. El originador de la titularización no puede emitir títulos-valores utilizando activos de terceras personas (Palma 2007: 35)

3.2.1.2.2 Agente de manejo.- Son las fiduciarias o administradoras de fondos. La ley defiere dos tipos de funciones: el primer tipo se refiere al cumplimiento de las instrucciones expresamente indicadas en el contrato del fideicomiso mercantil. El segundo tipo de función está explícitamente definido en el artículo 139 de la LMV:

- a) Obtener las autorizaciones necesarias para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la LMV
- b) Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados
- c) Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo
- d) Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la L.M.V
- e) Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico
- f) Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.

De este análisis se puede concluir que la función de la administradora de fondos o agente de manejo es fundamental en el proceso de titularización, ya que una vez que se constituye el patrimonio autónomo, con los bienes y derechos a titularizarse, emite los títulos, los coloca en el mercado de valores, administra los fondos obtenidos y los distribuye entre los inversionistas. Es importante manifestar que el mismo artículo señala que los tres primeros ítems son indelegables.

También es obligación del agente de manejo, a partir del registro de valores, el poner a disposición de la Superintendencia de Compañías y de los inversionistas la información requerida sobre el proceso de titularización. Es el Consejo Nacional de Valores quien determinará la periodicidad con la que se entregará la información (Palma 2007: 36)

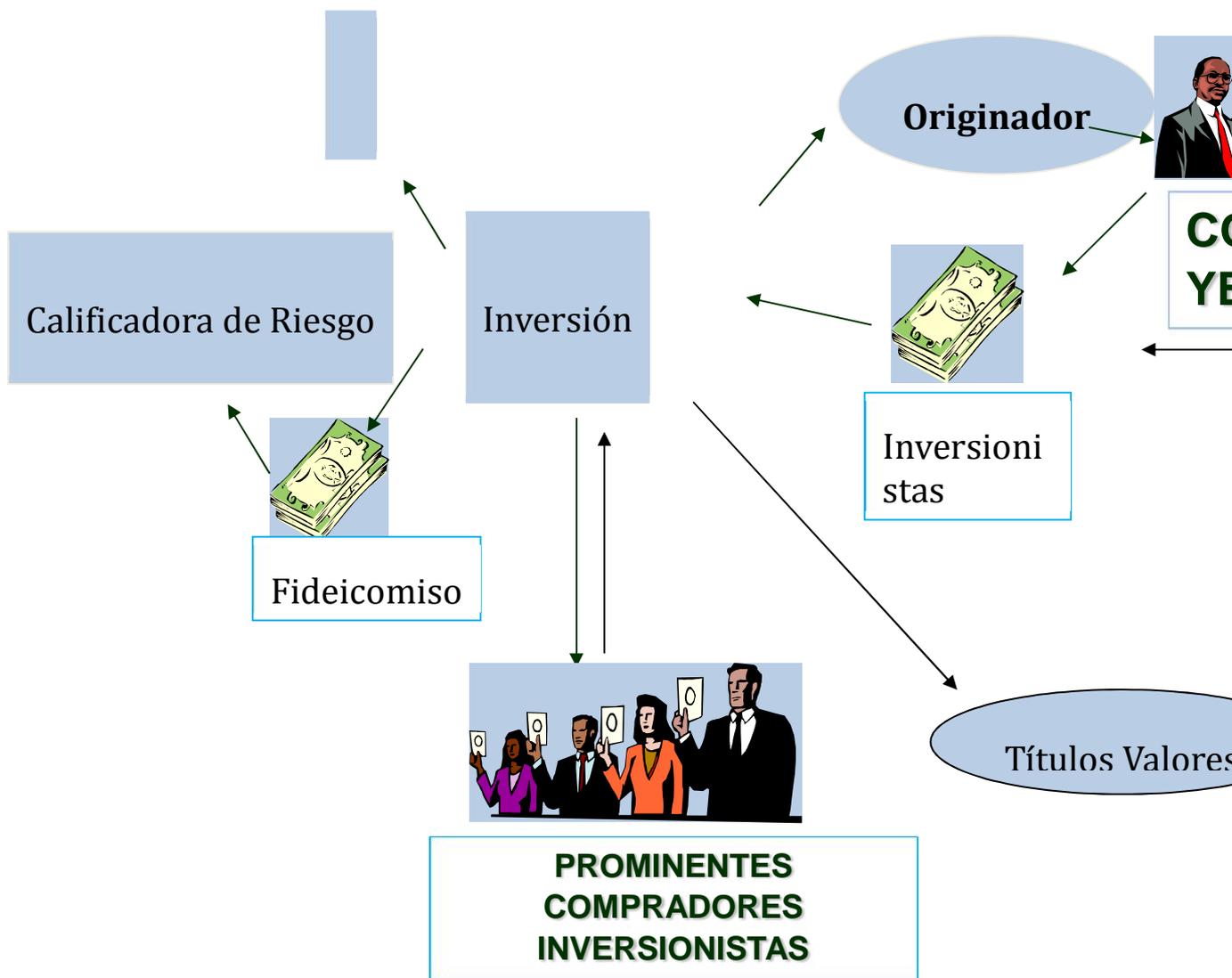
3.2.1.2.3 Patrimonio de uso exclusivo. De acuerdo al mismo artículo 139 de la LMV, el patrimonio de uso exclusivo podrá instrumentarse a través de un fideicomiso mercantil o de un fondo colectivo de inversión. Consiste en el patrimonio constituido por los activos y pasivos transferidos por el originador y aquellos que resulten como consecuencia del desarrollo de dicho proceso de titularización (Garcés Diego 2009: 75)

3.2.1.2.4 Los inversionistas.- Son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización

3.2.1.2.5 El comité de vigilancia.- En el mismo artículo 139 se señala que el Comité de Vigilancia estará compuesto por al menos tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo. Adicionalmente, no podrán ser miembros del mencionado comité los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas al agente de manejo.

La función del Comité de Vigilancia es informar a la asamblea de tenedores sobre las actividades del fideicomiso y denunciar cualquier irregularidad a la Superintendencia de Compañías. (Palma 2007: 38)

Otro agente que realiza también funciones de supervisión y actúa durante el proceso, son las calificadoras de riesgos, llamadas a determinar el riesgo de los títulos emitidos.



Cuadro 5.- Proceso de titularización

3.2.2 Aspectos contables y tributarios

La Ley de mercado de valores en el artículo 103, señala que las Sociedades Administradoras de Fondos y Fideicomisos tiene la obligación

de mantener el fideicomiso mercantil y el encargo fiduciario separado de su propio patrimonio y de los demás fideicomisos mercantiles y encargos fiduciarios que mantenga, llevando para el efecto una contabilidad independiente para cada uno de éstos. (Arias 2006)

En las administradoras de fondos se establecerá un plan de cuentas de acuerdo al caso, pero generalmente estará formado por las siguientes cuentas principales:

- Construcciones en curso
- Costos de construcción
- Aportes de adherentes
- Venta de inmuebles
- Costo de venta – inmuebles
- Gastos fiscalización, municipales
- Activo transferido
- Cuentas por cobrar - originador
- Cuentas por pagar a tenedores de títulos

Por otra parte, en el artículo 135 de la misma ley señala textualmente que:

“[...] el fideicomiso mercantil tendrá la calidad de agente de recepción o de percepción respecto de los impuestos que al

fideicomiso le corresponde retener y percibir en los términos de la legislación tributaria vigente. En el caso de encargos fiduciarios, el fiduciario hará la retención a nombre de quien otorgó el encargo. Para todos los efectos consiguientes, la responsabilidad del fiduciario en relación con el fideicomiso que administra se regirá por las normas del Código Tributario. El fiduciario será responsable solidario con el fideicomiso mercantil por el incumplimiento de deberes formales que como agente de retención y percepción le corresponda al fideicomiso”

Sobre este tema el Art. 24 del Código Tributario, se señala que toda persona, sea esta natural o jurídica, está obligada a la prestación tributaria, ya sea como contribuyente o como responsable.

De la misma manera, el artículo cuatro de la Ley de Régimen Tributario Interno (LRTI), determina que son sujetos pasivos del impuesto a la renta las personas naturales, sucesiones indivisas y las sociedades⁹ nacionales o extranjeras, con domicilio o no en el país, que obtengan ingresos gravados de conformidad con la ley.

⁹ La Sociedad comprende a: la sociedad de hecho; el fideicomiso mercantil y los patrimonios independientes o autónomos dotados o no de personería jurídica, salvo los constituidos por las Instituciones del Estado siempre y cuando los beneficiarios sean dichas instituciones (Art. 98. Ley de Régimen Tributario)

Por lo tanto, el fideicomiso mercantil se constituye en un contribuyente, que de acuerdo a la ley, está sujeto al pago de diversos tributos, dependiendo del objeto para el cual ha sido constituido, en función de las instrucciones dadas por el fideicomitente para tal efecto.

3.2.2.1 Impuesto a la Renta

El artículo 37 de la Ley de Régimen Tributario establece que las sociedades constituidas en el Ecuador, así como las sucursales de sociedades extranjeras que tengan domicilio en el país, que obtengan ingresos, están sometidas a la tarifa impositiva del 25%, sobre la base imponible. Como se vio anteriormente, el fideicomiso mercantil es una sociedad para efectos tributarios, por lo tanto es un sujeto pasivo, sujeto de pago de impuesto a la renta.

Por otra parte, el Reglamento de Aplicación de la Ley de Régimen Tributario Interno en su artículo 64, establece que los fideicomisos, alternativamente, podrán distribuir los beneficios a los beneficiarios, debiendo estos últimos declarar el impuesto a la renta, en cuyo caso los fideicomisos deberán presentar anualmente una declaración de Impuesto a la Renta informativa, que deberá contener los nombres y apellidos completos, razón social, cédula de identidad o RUC, domicilio,

monto y fecha de inversión y monto y fecha de los beneficios distribuidos a los beneficiarios. (Garces: 2010)

3.2.3 Régimen Tributario Municipal

La ley de mercado de valores establece que toda vez que se ha constituido el patrimonio autónomo, la entidad administradora de fondos tiene las obligaciones que como persona jurídica le corresponden, por lo tanto estará obligada también al pago de impuestos y tasas municipales.

3.2.3.1 Impuesto a los predios urbanos

De acuerdo a lo establecido en el artículo 312 de la anterior Ley de Régimen Municipal (LRM) así como en el Código Orgánico de Organización Territorial, Autonomía y Descentralización (Cootad), todo predio ubicado dentro de las zonas urbanas, pagarán un impuesto anual, cuyo sujeto activo es la Municipalidad. Este impuesto es gravado en función del valor catastral, independientemente de que estos hayan sido transferidos al fideicomiso mercantil. Cabe señalar que el valor con el que se transfiere el dominio de los inmuebles, no podrá ser inferior al fijado como avalúo comercial, por la respectiva municipalidad. (Garcés 2010: 65)

De igual manera, si los predios están ubicados fuera del perímetro urbano, estarán sujetos al pago del impuesto predial rural. La transferencia tampoco podrá efectuarse por un valor inferior al fijado como base imponible para este impuesto. (Garcés 2010: 66)

3.2.3.2 Impuesto a la alcabala¹⁰

El artículo 344 de la Ley de Régimen Municipal establece que son objeto del impuesto de alcabala los siguientes actos y contratos:

- a) El traspaso de dominio a título oneroso, de bienes raíces y buques, en los casos en que la Ley lo permita.
- b) La constitución o traspaso, usufructo, uso y habitación, relativos a dichos bienes; y
- c) Las donaciones que se hicieren a favor de quienes no fueren legitimarios
- d) Las transferencias gratuitas y onerosas que haga el fiduciario a favor de los beneficiarios en cumplimiento de las finalidades del contrato de fideicomiso mercantil. (Pereira 2006: 30)

Sin embargo el artículo 351 de la LRM exenciona del pago de este impuesto, a la transferencia de dominio de bienes inmuebles, efectuada con el fin de constituir un fideicomiso mercantil o con el objeto de

¹⁰ Impuesto a la alcabala: es el impuesto que “[...]grava el otorgamiento de actos y contratos aptos para transmitir el dominio pleno o sus componentes cuales son usufructo, fideicomiso dominical, inclusive los atinentes a los buques [...]” (Troya 2006: 14)

desarrollar procesos de titularización. De igual manera la transferencia dada por la restitución de los bienes a los constituyentes. (Pereira 2006: 34)

3.2.3.3 Impuesto a los vehículos

El artículo 355 de la LRM establece que todo propietario de vehículos deberá satisfacer el impuesto anual, cuyas tarifas varían según se trate de los distintos vehículos, impuesto que debería satisfacerse en el caso de que la transferencia materia del fideicomiso sea un vehículo. (Iturralde 2009)

3.2.3.4 Impuesto a la plusvalía¹¹

De acuerdo al artículo 368 de la Ley de Régimen Municipal, los sujetos pasivos deberán pagar el 10% sobre las utilidades que provengan de la venta de predios ubicados dentro de las zonas definidas como urbanas. Siendo los sujetos pasivos de esta obligación aquellos que como dueños vendieron los predios, obteniendo una utilidad real. Esta ley estaría gravando al fideicomiso mercantil, en el caso de que éste tenga por objeto la venta posterior de los bienes materia del fideicomiso.

¹¹ Impuesto a la plusvalía: es un tributo no vinculado, que grava el beneficio económico que obtienen los vendedores de bienes inmuebles urbanos al enajenarlos (Iturralde 1998: 192)

Capítulo IV

4. La Titularización

4.1 Concepto

Una de las definiciones más claras, encontradas durante esta investigación, es la presentada por el especialista en Gestión Pública e Instituciones Administrativas, Carlos Manrique Nieto, en su libro “Introducción a la Titularización”, quien define a la titularización como “[...] el medio para que una persona sustituya activos no líquidos o con bajo índice de liquidez por activos monetarios, permitiendo a los inversionistas la participación de una futura utilidad o expectativa de utilidad, a cambio de una suma fija de dinero”. Adicionalmente que “[...] El proceso por medio del cual se incorporan en múltiples documentos homogéneos, los derechos que poseen una o varias personas sobre uno o más bienes que tienen la capacidad de generar un flujo de caja, con el fin de lograr la circulación de dichos derechos [...]”

Otra precisión interesante la realiza María Isabel Ballesteros, quien define la titularización como: “Es un mecanismo de financiación por medio del cual se conforman patrimonios, sobre los cuales o contra los

cuales se expide títulos que representan una alícuota o un derecho de participación sobre dichos activos”

Necesariamente debemos citar a la Ley de Mercado de Valores, que en su artículo 138, define a la titularización como: “El proceso mediante el cual se emite valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo”

También el artículo 2 de la Ley arriba mencionada señala que el valor es “el 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.”

4.2 Origen

Martín Paolantonio, en su obra Fondos comunes de inversión, mercado financiero y mercado de capitales; puntualiza que el proceso de

titularización se origina en Estados Unidos en los años treinta, como una alternativa adoptada por varias empresas para enfrentar la crisis de la Gran Depresión. Es así que en dicha década en una pretensión del gobierno de dinamizar el mercado, incentivando la adquisición de vivienda propia, a través de líneas de crédito, emite The Securities Act, que daba acceso a créditos del Tesoro de los Estados Unidos. Para ello el Congreso creó el Federal Home Loan Bank y Fanny Mae¹² encargado de comprar hipotecas a las entidades financieras.

Más adelante, en los años setenta, Fannie Mae así como también, Freddie Mac¹³ titularizaron valores cuyo respaldo eran pools de hipotecas armados por dichas empresas. Cabe señalar que Fannie Mae es una empresa privada, que no tenía pleno respaldo del gobierno de los Estados Unidos pero que sin embargo de ello cuenta con una alta credibilidad, ya que aunque no puede eliminar los riesgos, garantiza una sustancial reducción de los mismos. (Palma 2007: 15)

12 Fannie Mae.- FNMA: Asociación Federal Nacional Hipotecaria, desde 1968 es una empresa privada bajo regulación del congreso y garantizada por el Gobierno de los Estados Unidos, que está en manos de accionistas, y tienen como fin proporcionar financiamiento al mercado de la vivienda, no prestando directamente a los compradores, sino comprando las hipotecas aprobadas por las entidades que prestan el dinero, y luego las venden a inversionistas.

http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid_7502000/7502729.stm

13 Freddie Mac.- Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios para Vivienda. Empresa patrocinada por el Gobierno

En los años ochenta, Fannie Mae, Ginnie Mae y Freddie Mac, inician la venta de "mortgages pass-throug securities", que consiste en la comprar hipotecas a las entidades financieras y emitir certificados de participación o títulos con garantía hipotecaria. (Martinez, 2003: 2002).

Como podemos observar, históricamente el proceso de titularización desde su origen siempre estuvo relacionado con los créditos hipotecarios y su objeto era la obtención de liquidez que permita la dinamización del mercado, convirtiéndose además en inversiones de aparente bajo riesgo pues contaban con garantías reales.

Es así que las operaciones crediticias también han ido evolucionando, pasando del crédito tradicional, donde el banco presta el dinero captado de sus clientes, asumiendo los riesgos y costos de estas operaciones, a operaciones más complejas, donde un banco minorista origina los créditos hipotecarios, transfiriendo varios de estos créditos a un banco mayorista o a un fideicomiso, que emitirá valores (títulos), respaldados por un pool de créditos hipotecarios y los coloca en el mercado. (Paolantonino, 1994:183)

4.3 Características de la Titularización

El artículo "Titularización, características y revisión a partir de la crisis financiera" publicado por el Banco Central y de Reserva de la República del Salvador en su página web, menciona algunas consideraciones que se debe tomar en cuenta en un proceso de titularización, principalmente referido a los garantizados por créditos hipotecarios y que son los siguientes:

- a) Debe existir una adecuada divulgación y transparencia de las normas de titularización para todos los involucrados.
- b) Uniformidad en la documentación generada para facilitar su revisión por parte de los inversionistas.
- c) Definir claramente los activos que pueden ser incorporados a los fondos de titularización, y que los inversionistas estén enterados de ello.
- d) Ante el riesgo de no pago, el contrato de titularización debe explicar las garantías y también los medios para disminuir este riesgo, ya sea a través de seguros o sustitución de activos.
- e) Los productos de titularización deben ser simplificados y estandarizados, de tal forma de mejorar la liquidez y reducir los problemas de valoración.

Adicionalmente se deben tomar en cuenta algunos factores que podrían volver complejo un proceso de titularización, como son: contratos que permitan modificar los plazos de pago, poca frecuencia en los pagos (los inversionistas buscan alta rentabilidad en corto plazo), tasas de interés variables, entre otras. (Palma, 2007: 17)

4.4 Ventajas de la Titularización

4.4.1 Ventajas para el emisor u originador

Analizados los distintos aspectos de la presente investigación y tomando en cuenta la opinión de varios autores, continuación se mencionan algunos aspectos que pueden ser considerados como ventajosos en un proceso de titularización para quienes lo originan:

- a) Es una fuente de liquidez debido a que permite contar en el presente los flujos futuros que se espera obtener
- b) El costo de los recursos obtenidos es menor ya que se relaciona directamente con la calificación de riesgo de los títulos y a las garantías, más que con el riesgo comercial del originador. Es

decir no es necesario que el originador presente sus balances, ya que lo importante es el activo subyacente

- c) Permite un uso más eficiente del capital. En el caso de las instituciones financieras, podrían sacar de sus balances los créditos que se titularizan, mejorando su capacidad de incrementar los créditos. También se puede decir que vuelve productivos los activos considerados ociosos o improductivos
- d) Principalmente en el caso de instituciones financiera se reduce y hasta elimina el riesgo de descalce, pues en el caso de un banco requiere dinero a corto plazo, sin embargo sus créditos hipotecarios son a largo plazo.
- e) Es un medio de obtener fondos sin afectar los indicadores de endeudamiento; incluso podría reducirlos si se obtienen mejores condiciones de financiamiento.
- f) La empresa puede crecer sin necesidad de aumentar su pasivo o patrimonio.
- g) Permite hacer reconversiones industriales o reestructuraciones, a través de titularizar los flujos futuros.
- h) Transfiere parte del riesgo del negocio a la titularización
- i) Se diversifican las fuentes de financiamiento, ya que a través de la titularización, cualquier persona, financiera o no financiera, puede invertir en los títulos emitidos

4.4.2 Ventajas para el inversor

- a) Reducción del riesgo de la inversión, al estar el proceso deslindado de la entidad originadora y la calificación de riesgo viene dada solamente por el activo subyacente o garantía.
- b) Se puede obtener mejores tasas de retorno que aquellas generalmente ofrecidas por el sistema financiero
- c) Existe una uniformidad en los pagos y fechas relacionadas derivados de la operación.
- d) Se pueden invertir en Fondos de Titularización de otros países, que cuenten con un menor riesgo soberano
- e) Los títulos pueden ser transferidos o colocados nuevamente en el mercado de valores, por parte del inversionista, a fin de obtener liquidez, en caso de requerirla.

De acuerdo a una publicación del Departamento de Investigación del Banco Central del Salvador, estos procesos también son ventajosos para el mercado ya que aumenta la profundización financiera actual, pues es producto financiero nuevo y de gran aplicación mundial. Por otro lado, se mejora la circulación de recursos entre los participantes del mercado de valores, se incentiva el ahorro y el crédito, y se sustituye la intermediación financiera tradicional por una mediación directa (Banco Central y de Reserva del Salvador, Departamento de Investigación

Económica y Financiera, Tópicos Económicos, Titularización, características y revisión a partir de la crisis financiera, 2009

<http://www.bcr.gob.sv/uploaded/content/categoryv/1402289177.pdf>)

4.5 Desventajas de la Titularización

- a) Se dificulta la medición de los riesgos en la Entidad Originadora, debido al traslado de activos.
- b) La salida de activos subyacentes, puede hacer más volátiles los estados de resultados.
- c) Para Juan Carlos Sánchez, especialista del departamento de investigación del Banco Central del Salvador, un marco normativo incierto o incompleto, puede causar problemas para cualquiera de los participantes durante el proceso de titularización (Banco Central y de Reserva del Salvador, Departamento de Investigación Económica y Financiera, Tópicos Económicos, Titularización, características y revisión a partir de la crisis financiera, <http://www.bcr.gob.sv/uploaded/content/categoryv/1402289177.pdf>)

4.6 Breve análisis del desarrollo de la titularización en Latinoamérica y mercados internacionales

Como ya hemos visto, la titularización tiene relativamente poco tiempo de estar presente en nuestros mercados, pese a que ya ha sido utilizada desde la década de 1930 en Estados Unidos.

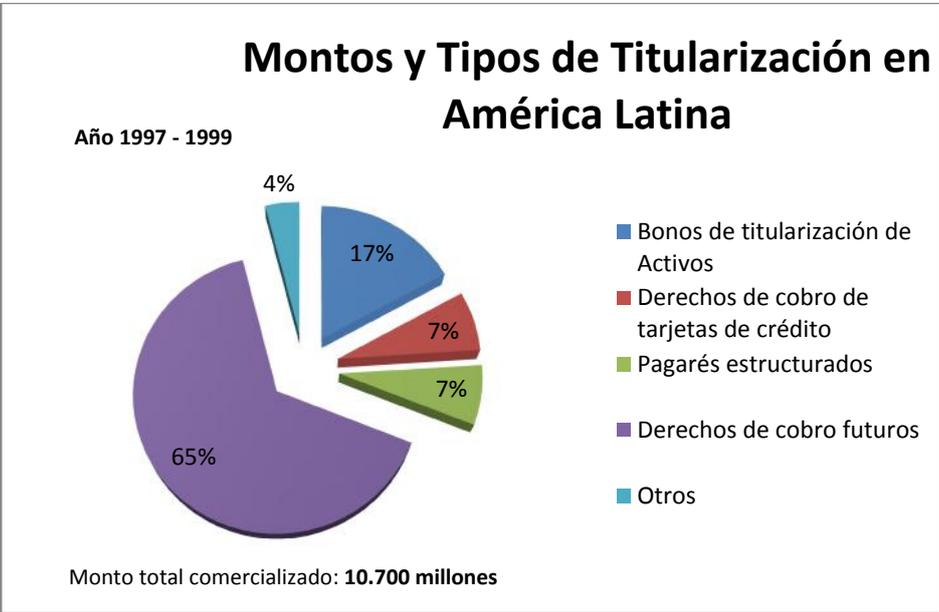
Las primeras apariciones de la titularización en América Latina las podemos encontrar en México, cuando en 1987 se titularizaron las cuentas por cobrar telefónicas de Telmex (compañía de teléfonos de México). Por otro lado, en Argentina en 1993, Citicorp utilizó este medio con una cartera de activos de \$50 millones en préstamos. ((Banco Central y de Reserva del Salvador, Departamento de Investigación Económica y Financiera, Tópicos Económicos, Titularización, características y revisión a partir de la crisis financiera <http://www.bcr.gob.sv/uploaded/content/category/1402289177.pdf>)

A mediados de la década de 1990 los procesos de titularización tienen un poco más de difusión, existe mayor información al respecto, lo que genera interés en los empresarios, produciendo una mayor penetración en los mercados financieros. Principalmente se comercializan títulos

constituidos a partir de hipotecas de vivienda, créditos para vehículos, cartera de tarjetas de crédito, derechos de campos petroleros, ventas futuras de boletos aéreos, entre otras. Los activos subyacentes o garantías también han ido cambiando, lo cual demuestra una evolución en el mercado en los últimos años. (Banco Central y de Reserva del Salvador, Departamento de Investigación Económica y Financiera, Tópicos Económicos, Titularización, características y revisión a partir de la crisis financiera,

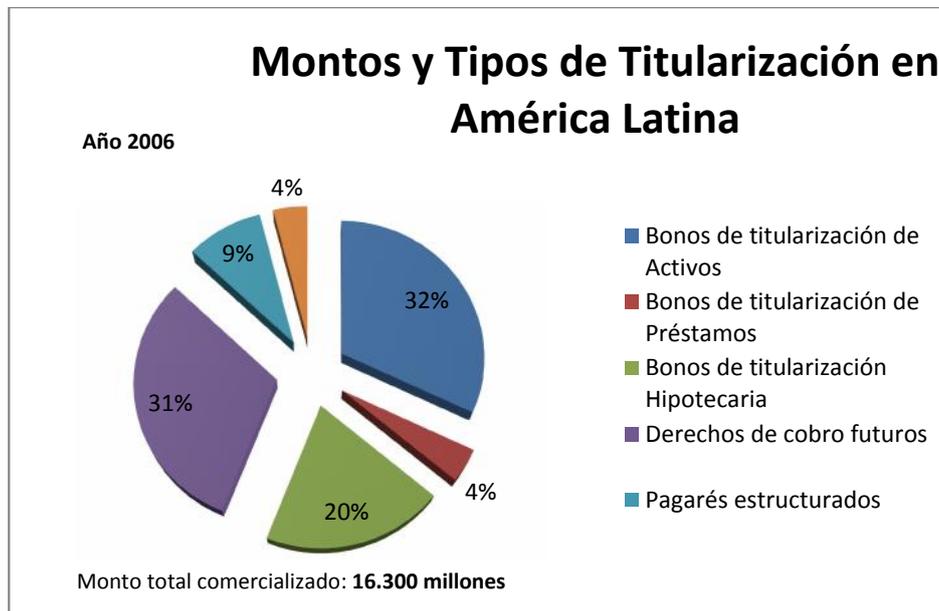
<http://www.bcr.gob.sv/uploaded/content/category/1402289177.pdf>)

A continuación veremos de manera gráfica esta evolución hasta el año 2006 (un año de que iniciara la crisis financiera mundial)



Cuadro 6.- Montos y tipos de titularización en América Latina (1997 - 1999)

FUENTE: Fitch Rating

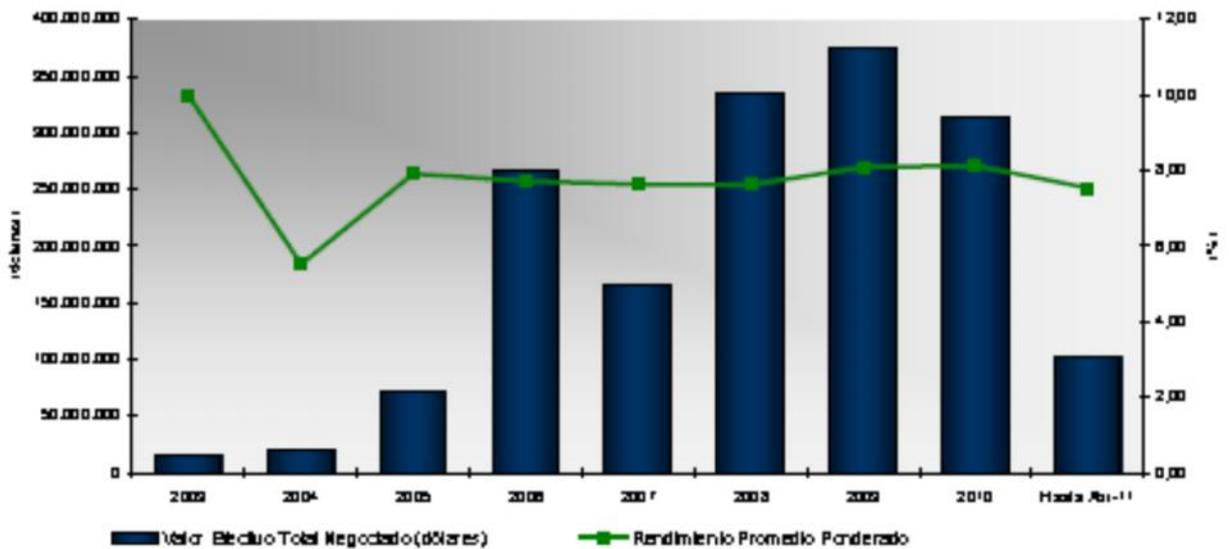


Cuadro 7.- Montos y tipos de titularización en América Latina (2006)

FUENTE: Fitch Rating

A través de las siguientes gráficas podemos apreciar también el comportamiento que han tenido los procesos de titularización en los últimos años y como se han dividido por sectores.

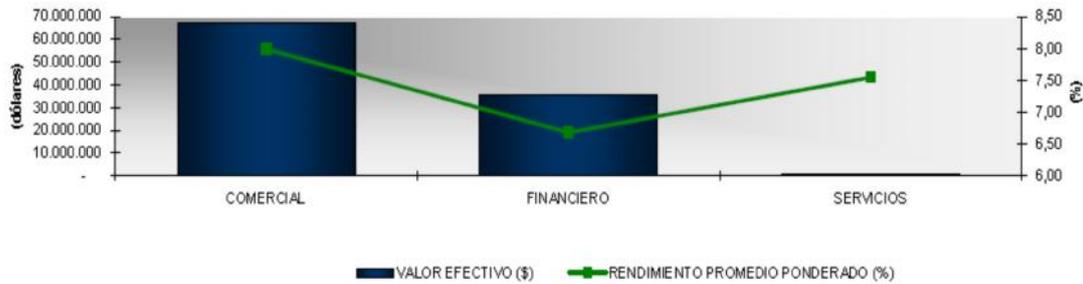
VTC NEGOCIADAS EN LA BOLSA DE VALORES DE QUITO			
AÑO	Valor Efectivo Total Negociado (dólares)	Rendimiento Promedio Ponderado	Plazo Promedio Ponderado (años)
2003	14.422.190	9,99	5,79
2004	19.759.311	5,52	4,30
2005	72.764.309	7,91	6,96
2006	266.296.548	7,72	9,80
2007	166.838.330	7,63	6,11
2008	333.705.146	7,62	5,46
2009	374.236.133	8,09	4,57
2010	314.234.781	8,12	4,89
Hasta Abr-11	102.786.108	7,53	5,16



Cuadro 8.- Montos titularización en Ecuador

FUENTE: Bolsa de Valores de Quito

MONTOS NEGOCIADOS POR SECTOR (Hasta Abr-11)				
SECTOR	VALOR EFECTIVO (\$)	RENDIMIENTO PROMEDIO PONDERADO (%)	PLAZO PROMEDIO PONDERADO (días)	PRECIO PROMEDIO PONDERADO (%)
COMERCIAL	66.951.481	7,98	1.659	100,09
FINANCIERO	35.357.590	6,68	2.244	100,83
SERVICIOS	477.037	7,54	1.370	99,99
TOTAL	102.786.108	7,53	1858	100,34



Cuadro 9.- Montos titularización en Ecuador por sectores

FUENTE: Bolsa de Valores de Quito

La gráfica muestra el proceso de maduración de la titularización en los mercados latinoamericanos así como en nuestro país. En primer lugar por el incremento en los montos comercializados y en segundo lugar las operaciones, inicialmente garantizadas en un mayor porcentaje por flujos futuros. En lo posterior se incrementó el respaldo con activos más reales como cuentas por cobrar o cartera de tarjetas de crédito.

El consultor e investigador en temas de acceso al crédito y desarrollo financiero en América Latina, Ricardo Bebczuk, proporciona dos razones fundamentales que motivaron este proceso de maduración del mercado de valores y las titularizaciones: Por una parte las dificultades que atraviesa el sector financiero mundial, que impulsaron a buscar nuevas

alternativas de financiamiento y por otro lado, las altas tasas de interés registradas en América Latina debidas a factores como el riesgo país, la monetización y otros. (Palma 2007: 21)

Sin embargo a decir de Mariana Montalvo, la segunda de estas razones siguen siendo un freno para el desarrollo del mercado de valores en América latina y especialmente en países que internacionalmente son calificados como de alto riesgo e impredecibles, como el Ecuador, ya que esta falta de confianza hace que los inversionistas no se encuentren interesados por la poca garantía que le puede ofrecer un mercado inestable. (Montalvo s.a.: 29)

Esta idea es complementada por Silva-Herzog y Ramón Lecuona, en un estudio realizado para el Centro de Estudios Monetarios de México, en el que señalan que “en América Latina el financiamiento del desarrollo con recursos propios es camino obligado por las circunstancias; el restringido acceso de la región a los mercados internacionales de capitales, limita la inversión y el crecimiento de nuestras propias capacidades financieras, no solo en el presente sino en el futuro previsible” (Palma 2007: 22)

4.7 Comparación de la titularización con otras fuentes de financiamiento

4.7.1 Registro de valores no inscrito

A decir de la Bolsa de Valores de Quito el Registro de Valores no inscrito REVNI es considerado como un mercado de aclimatación en el que se permite la inscripción de valores de las empresas que quieren probar el mercado y también ciertos valores que no están inscritos en el Mercado de Valores, a solicitud del tenedor. El Registro de Valores no Inscritos (REVNI) es otra alternativa que ofrece el mercado de valores y consiste en la emisión de valores de deuda (pagarés) hasta dos veces en el transcurso de tres años.

Para realizar una emisión de REVNI, la empresa debe presentar como garantía general activos de su propiedad. El límite de la emisión de REVNI es de hasta el 80% de los activos libres de gravamen. Adicionalmente se puede constituir garantías específicas como una hipoteca, una prenda (inclusive de inventario), un fideicomiso de administración de flujos, etc.

A diferencia de la titularización que permite garantizar la emisión con flujos futuros o activos que se espera que existan, Los REVNI son una emisión de deuda (PASIVO) que puede realizar una empresa a corto plazo (hasta 360 días) para financiar capital de trabajo. Se programan amortizaciones de capital y pago de

intereses, que se ajusten a la disponibilidad de recursos de la empresa y a las necesidades de los inversores. Los plazos pueden ser mayores en el caso de una titularización.

4.7.2 El Factoring

La Superintendencia de Valores del Salvador, define al Factoring como “una alternativa financiero-administrativa que permite al empresario, cualquiera que sea su actividad, ceder su cartera por vencer y obtener a cambio de ésta, anticipos financieros sin crear endeudamiento, así como también los servicios administrativos de gestión y cobranza, posibilitándole un adecuado manejo de sus flujos de caja”. (Superintendencia del sistema financiero de El Salvador, Entidades supervisadas, glosario, 2010, www.superval.gob.sv)

La operación de factoring se da en dos modalidades: En la primera el mandante encarga al factor el cobro de las deudas de sus clientes, pagando una comisión por el servicio prestado. La segunda consiste en vender al factor los derechos de crédito de sus clientes. Este factor que generalmente es una entidad financiera se encarga de reunir la operación características de financiación, gestión de cartera de

deudores, cobro de deudas y protección frente al riesgo de crédito.

(Cosín 2007 :115)

Estas características de alguna manera le hacen asemejarse a una titularización.

En este caso es la entidad financiera o factor el que asume los riesgos de la operación (morosidad o insolvencia), ya que esta realiza un pago anticipado de las deudas por cobrar, adquiriendo su dominio a través de una cesión de créditos. En algunos casos brindan también el servicio de gestión de cobro y de contabilización de los créditos transferidos; no así en la titularización, donde el riesgo lo asume el inversionista, pues la casa de valores solamente lo asesora. La gestión de cobro puede ser asumida por el emisor. (Cosín 2007 :116)

Tanto en el Factoring como en la titularización se produce una cesión de derechos, sin embargo, en Ecuador, la titularización implica constituir un patrimonio autónomo que respalda la operación, no así en el Factoring. (Palma 2007: 24)

Sin embargo de aquello, la entidad financiera o factor puede titularizar los créditos cedidos en factoring, pudiendo obtener así también recursos

frescos. Por ejemplo en el mes de marzo la empresa Logros Factoring de Chile realizó una emisión por 1,1 millones de dólares en títulos con calificación AA+ (El Universo, 07 de marzo del 2011, análisis económico, pg. 9)

4.7.3 Préstamos bancarios

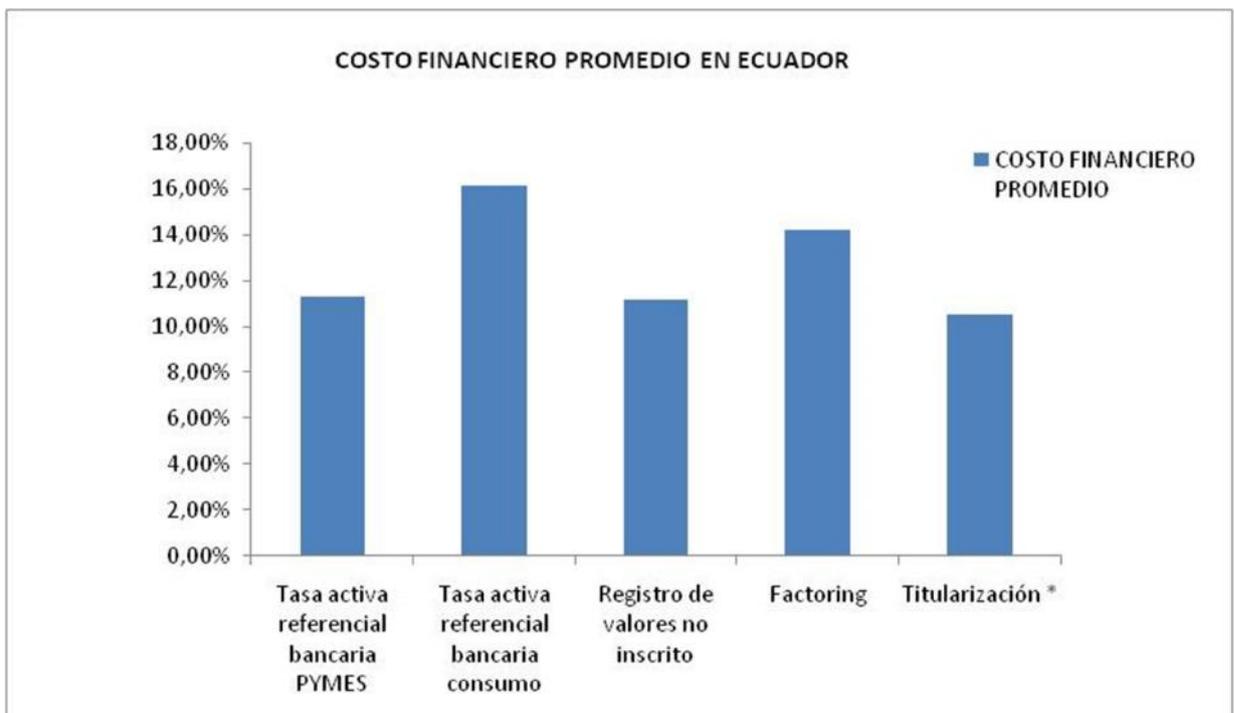
De acuerdo a la legislación ecuatoriana son las entidades financieras las facultadas a conceder créditos. Estas actúan como intermediarias entre los sujetos con oferta y demanda de recursos. Pueden ser a largo plazo y generalmente requieren de garantías reales, por lo que es posible que éstas no sean suficientes para respaldar montos grandes o a su vez es posible que una sola entidad financiera no esté dispuesta o sea capaz de prestar montos muy grandes. (Hernandez 1998: 22)

Por otra parte los costos financieros por intereses y comisiones suelen ser más altas que las que se puede obtener a través de un proceso de titularización.

En contraste, la titularización permite obtener los recursos provenientes de varios inversionistas, que sumados le podrían permitir al originador

tener los montos esperados. Los costos financieros son menores y también disminuyen las comisiones y tasas.

En el siguiente cuadro se hace una comparación de los costos financieros que representa para quien obtiene el financiamiento a través de cualquiera de las alternativas mencionadas anteriormente.



* Si bien vimos en los cuadros 8 y 9 que la tasa de rendimiento promedio en títulos comercializados en las BVQ es de 7,53%, a estos valores es necesario añadir el costo de la estructuración, que es de aproximadamente 2,5% a 3,5%.

Cuadro 10.- Costos financieros promedios en Ecuador

FUENTE: Bolsa de Valores de Quito, Banco Central del Ecuador

Luego de haber analizado la serie de ventajas y desventajas, vemos que una ventaja adicional es que la titularización presenta el menos costo financiero para el originador, incluyendo incluso los costos de estructuración y comercialización de los títulos valores.

Capítulo V

5. Proceso de titularización de un proyecto inmobiliario

5.1 Descripción del proceso para la titularización de un proyecto inmobiliario

El proceso para la titularización de un proyecto inmobiliario está claramente descrito en el artículo 155 de la Ley de Mercado de Valores, que empieza por establecer en qué consiste la titularización de proyectos inmobiliarios, señala que es “la emisión de títulos mixtos o de participación que incorporen derechos alícuotas o porcentuales sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble, los diseños, estudios técnicos y de prefactibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para desarrollar un proyecto inmobiliario objeto de titularización.”

Dicho patrimonio de propósito exclusivo también puede estar constituido por dinero en efectivo, el mismo que se destinaría a la adquisición del terreno para el desarrollo del proyecto o en su defecto dinero para la ejecución del proyecto.

Condición indispensable para realizar la titularización es que el activo inmobiliario sobre el que se desarrollará el proyecto, se encuentre libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar u otras condiciones resolutorias. Del mismo modo no podrá tener pendiente el pago de impuestos, tasas o contribuciones.

El inversionista es partícipe del proyecto, obteniendo su rentabilidad de la enajenación de las unidades de construcción o en general del beneficio obtenido del desarrollo del proyecto.

Además del cumplimiento de las normas generales antes enunciadas, la titularización de proyectos inmobiliarios deberá someterse a las normas especiales contenidas a continuación:

- a) Emitir solamente valores de participación¹⁴ o valores mixtos¹⁵
- b) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyectan sean generados por el proyecto inmobiliario objeto de la titularización

¹⁴ Valores de participación: Por los cuales los inversionistas adquieren una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión, con lo cual participa de los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de titularización

¹⁵ Valores mixtos: Por los cuales los inversionistas adquieren valores que combinan las características de valores de contenido crediticio (por los cuales los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente) y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización

- c) Emitir valores hasta por el monto que fije el Consejo Nacional de Valores (CNV)¹⁶
- d) Determinar el índice máximo de desviación en la generación de flujos proyectados, de acuerdo a las normas de carácter general del CNV
- e) Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía de los previstos en esta ley¹⁷.
- f) El bien inmueble sobre el que se desarrollará el proyecto debe ser avaluado por dos empresas reconocidas, no más de seis meses antes de la fecha de inicio del proceso de titularización.
- g) Obtener el certificado de que no pesan gravámenes sobre el inmueble, emitido por el Registro de la Propiedad.
- h) Presentar el estudio técnico económico del proyecto.
- i) Presentar un estudio de factibilidad del proyecto
- j) Presentar la programación de la obra (cronograma de desarrollo del proyecto)
- k) Presentar el presupuesto de la obra.
- l) Los constructores deberán acreditar su experiencia en la ejecución de proyectos similares.

¹⁶ De acuerdo al Art. 5, Numeral 3, el monto de la emisión, en ningún caso podrá exceder el cien por ciento del presupuesto total del proyecto inmobiliario, incluidos aquellos asociados con el desarrollo del proceso de titularización o del avalúo del inmueble, según lo que corresponda.

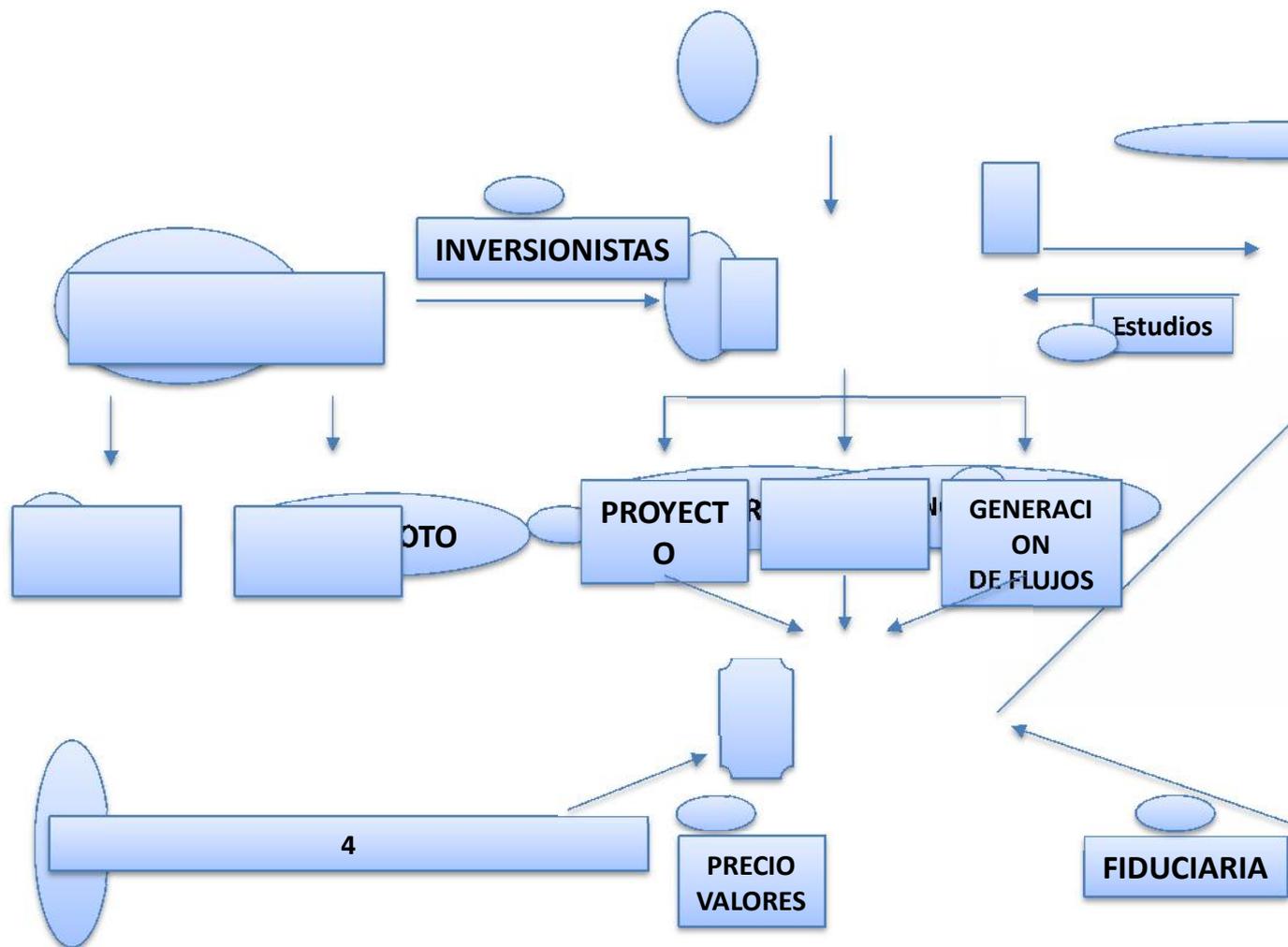
¹⁷ De acuerdo al Art. 150 de la Ley de Mercado de Valores, estos mecanismos de garantía pueden ser: Subordinación de la emisión, Sobrecolateralización, Exceso de flujo de fondos, Sustitución de activos, Contratos de apertura de crédito, Garantía o aval, Garantía bancaria o póliza de seguro, Fideicomiso de garantía

- m) El constructor deberá constituir a favor del patrimonio autónomo, garantías, que pueden ser bancarias o mediante pólizas de seguro de fiel cumplimiento del contrato y de buen uso del anticipo y de los fondos recibidos.
- n) La obra deberá contar con un fiscalizador de amplia trayectoria.
- o) Determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto. Las características de éste deberán constar en el reglamento de gestión.¹⁸
- p) Obtener una póliza de seguro contra todo riesgo sobre el inmueble, con vigencia hasta tres meses posteriores al plazo de vencimiento de los valores de los productos de la titularización, o al prepago de los valores.
- q) Cualquier otra norma de carácter general determinada por el Consejo Nacional de Valores.

La titularización de proyectos inmobiliarios podrá efectuarse por la totalidad o por un segmento del respectivo proyecto hasta por el monto que fije el C.N.V., para el segmento correspondiente.

A continuación y para entender mejor podemos ver de manera gráfica como ocurre la titularización de un proyecto inmobiliario

¹⁸ Art. 158 de la Ley de Mercado de Valores



Cuadro 11.- Detalle titularización inmobiliaria

Fuente: PROFILEGAL

5.2 Descripción del proceso de comercialización de títulos del proyecto inmobiliario en el mercado de valores

Una vez que se ha realizado el proceso anterior en el que se ha constituido el patrimonio autónomo con sus respectivas garantías, que el proyecto cuenta con todos los estudios y permisos requeridos por las entidades pertinentes para su ejecución, que se ha calculado el presupuesto del proyecto, que se ha determinado el cronograma de ejecución y punto de equilibrio del proyecto y se ha presentado la documentación de respaldo necesaria, es necesario elaborar un prospecto. El contenido de este prospecto está detallado en la Sección II, Oferta Pública, de la Codificación de resoluciones del Consejo Nacional de Valores

En términos generales la información requerida es la siguiente:

Información general del emisor

Nombre del emisor

Razón comercial del emisor

Número de RUC

Fechas de otorgamiento de las escrituras de constitución en el Registro Mercantil

Plazo de duración de la compañía

Domicilio principal de la compañía, con la indicación de la dirección, teléfono y fax de la oficina principal y de las sucursales si las tuviere

Objeto Social

Capital suscrito

Información de los socios o accionistas

Nombres y apellidos del representante legal, administradores y directores

Número de empleados

Organigrama de la empresa

Referencia de empresas vinculadas de acuerdo a lo dispuesto en la ley de mercado de valores¹⁹

Características de la emisión:

Fecha del acta de la Junta de accionistas o socios que haya resuelto la emisión

Monto y plazo de la emisión²⁰

Unidad monetaria o las unidades de valor en que se represente la emisión

Número y valor nominal de las obligaciones que corresponde a cada serie

Tasa de interés y forma de reajuste de ser el caso²¹

¹⁹ El Art. 191 de la LMV define a empresas vinculadas como el conjunto de entidades que pese a su independencia jurídica, presentan vínculos de propiedad, administración, o responsabilidad crediticia, que hacen presumir que sus actuaciones estarán guiadas por intereses comunes. El Art. 31 de la LMV señala que toda transacción o negociación de valores entre empresas vinculadas debe realizarse obligatoriamente a través de la Bolsa de Valores

²⁰ El plazo vendrá dado por el emisor, en días y por ningún motivo el plazo podrá ser superior al plazo de existencia legal de la compañía emisora.

Forma de cálculo del interés y plazo

Fecha a partir de la cual el tenedor de las obligaciones empieza a ganar intereses

Indicación de si los títulos llevarán cupones para el pago de intereses. En caso de llevar cupones, se deberá indicar su valor nominal o la forma de determinarlo; los plazos tanto para el pago de la obligación como para el de sus intereses; y el número de serie

Forma de amortización, plazos para el pago de la obligación y modalidad de pago.

Razón social del agente pagador, dirección en la que se realizará el pago y su modalidad.

Descripción del tipo de garantía. Si es flujo de fondos se deberá señalar el nombre del fiduciario y del fideicomiso.

De tratarse de pago en acciones, se deberá especificar los términos en los que se realizará la conversión

Denominación o razón social del representante de los obligacionistas, incluyendo todos los datos de contacto. Resumen del convenio de representación

²¹ Los intereses se calcularán desde el día de la primera colocación y hasta el día pactado para su pago, empleando cualquiera de las siguientes formas. Se deberá establecer si su cálculo se basa en un año de 360 días o de 365 días. No se admite otra forma o combinación

Declaración juramentada del representante de los obligacionistas, de no estar incurso en las prohibiciones del artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores.

Descripción del sistema de colocación

Calificación de riesgo

Información del negocio

Descripción del entorno económico del originador y del entorno en que se han venido desarrollando sus actividades

Entorno sectorial y factores de riesgo

Principales líneas de productos y servicios

Descripción de principales políticas de inversión

5.3 Contenido adicional del prospecto para la titularización de proyectos inmobiliarios.

Además de la información general, el prospecto para la titularización de proyectos inmobiliarios deberá contener la siguiente información especial:

Descripción detallada del bien inmueble transferido al patrimonio autónomo que contenga al menos: tipo de bien, ubicación, área, número y fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad.

Descripción del proyecto inmobiliario a desarrollar, incluyendo un resumen de los aspectos más relevantes del estudio técnico, económico y de factibilidad; programación y presupuesto de obra del mismo.

Etapas y duración estimada de la ejecución del proyecto.

Descripción detallada de la determinación del punto de equilibrio del proyecto y tratamiento, en caso de no alcanzarse el mismo.

Nombre o razón social del constructor y resumen de su experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar naturaleza y envergadura, a la que será desarrollada.

Nombre o razón social del fiscalizador y resumen de su experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar naturaleza y envergadura, a la que será desarrollada.

Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación, e indicación de los cálculos matemáticos efectuados.

Resumen del contrato de construcción.

Resumen del contrato de fiscalización.

Descripción de las garantías bancarias o póliza de fiel cumplimiento del contrato de construcción y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos.

Resumen de los dos avalúos actualizados efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo.

Descripción de la póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo, acorde con lo establecido en la Ley de Mercado de Valores.

Para la aprobación de la emisión, de acuerdo a la Codificación del Consejo Nacional de Valores, el Superintendente de compañías, una vez estudiada la oferta pública, tiene plazo de quince días para emitir la resolución aprobatoria o notificar la existencia de observaciones al emisor para que sean corregidas. Una vez absueltas las observaciones se dispondrá su publicación en uno de los diarios de mayor circulación del domicilio del emisor.

El prospecto deberá ser difundido impreso o a través de medio magnético, en formato que no permita la alteración de los datos. Deberá ser entregado a todos los intermediarios miembros de las bolsas de valores, en los cuales se vayan a registrar dichos valores, con al menos

tres días hábiles de anticipación a la primera rueda de bolsa en la que se vayan a negociar dichos valores.

Al respecto el Art. 5.- De Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores se refiere a la Vigencia de la autorización para la oferta pública y establece que- la resolución que autoriza la oferta pública y la aprobación del contenido del correspondiente prospecto o circular, tendrá un plazo de vigencia de nueve meses calendario, contados a partir de su expedición.

Con anterioridad a que venza este plazo, el emisor podrá solicitar una prórroga por una sola vez, la que podrá ser concedida, siempre que se actualice la información remitida para el trámite inicial y no haya variado sustancialmente su situación legal y económico - financiera.

La fecha de vencimiento del plazo para la oferta pública del valor, constará en la resolución aprobatoria expedida por la Superintendencia de Compañías.

El plazo a que hace referencia en el primer inciso de este artículo, será aplicable para aquellos valores objeto de oferta pública, cuya emisión específica haya sido autorizada por la Superintendencia de Bancos y

Seguros o por la Superintendencia de Compañías, tales como acciones, obligaciones, cuotas de fondos colectivos de inversión y valores provenientes de procesos de titularización.

De otra parte el Art. 6 de la Ley arriba mencionada señala que “no se podrá llevar a cabo una oferta pública de valores si existiere una suspensión temporal de la inscripción de tal valor o de su emisor, o si se hubieren incumplido las condiciones de una emisión en circulación”.

Para una mejor comprensión de lo detallado en este capítulo en el Anexo se puede observar un bosquejo de prospecto, muy similar al que se prepara al momento de una titularización. Generalmente la estructuración de una proceso de titularización se lo realiza a través de consultorios jurídicos especializados en el tema.

Capítulo VI

6. Conclusiones y recomendaciones

6.1 Conclusiones

En el desarrollo de esta investigación se pudo ver que si bien el mercado de valores ecuatoriano es incipiente en comparación con el de países más desarrollados, sin embargo ha habido un desarrollo significativo y son cada vez más los empresarios que recurren al mercado de valores para obtener el financiamiento y la liquidez necesaria para el desarrollo de sus actividades.

Se observa la viabilidad de recurrir al mercado de valores para financiar el desarrollo de proyectos inmobiliarios en general y también a aquellos

destinados a ofrecer vivienda a los segmentos más populares por varias razones: las tasas de interés son menores que las ofrecidas por el sistema financiero, dan mayor flexibilidad en la programación de los pagos de capital e intereses, gran parte del proceso está garantizado por el mismo proyecto y la recuperación de cartera por ventas del mismo.

Se ha dado a conocer de manera detallada todos los aspectos que en la práctica rigen a un proceso de titularización, queriendo con esto facilitar la comprensión y entendimiento de este proceso, a fin de que cada vez sea mayor el número de empresarios que acudan al mercado de valores, como una alternativa de obtención de recursos para el impulso de sus empresas, así como también un mayor desarrollo del mercado de valores ecuatoriano

El Registro de Valores no Inscritos (REVNI) es otra alternativa que ofrece el mercado de valores para obtener capital de trabajo o liquidez, en la que la empresa puede efectuar una emisión de deuda (PASIVO) a corto plazo. También brinda flexibilidad en lo que a amortizaciones de capital y pago de intereses se refiere, ajustándose a la disponibilidad de recursos de la empresa y a las necesidades de los inversores.

Un entendimiento de estos mecanismos de financiamiento que nos presenta el mercado de valores nacional así como una mejor y mayor difusión de los mismos, permitirá que sean más las empresas que puedan acceder a fuentes alternativas para la obtención de recursos. Esto podría traer como resultado un crecimiento en la actividad económica del país y un aumento de fuentes de empleo y una mayor promoción del mercado de valores, como alternativa de inversión y ahorro para los ecuatorianos

De existir una mayor difusión de estas y otras alternativas del mercado de valores ecuatoriano, éste podría convertirse en un dinamizador de la economía nacional e impulsor de su crecimiento.

Siendo que el proceso de titularización obliga a cumplir con una serie de requisitos legales y documentales, una de las causas por la que el sector de la construcción inmobiliaria no recurre con frecuencia a estas herramientas es debido a que éste es uno de los sectores económicos representativos con mayor informalidad en aspectos tributarios, de documentación legal, de aspectos laborales, entre otros.

6.2 Recomendaciones

Las bolsas de valores del país y el gobierno nacional deberían aunar esfuerzos para dar un mayor impulso y desarrollar estrategias creativas para promover un crecimiento del mercado de valores del país.

El mercado de valores ofrece alternativas atractivas no solo de obtención de recursos, sino también opciones de inversión en varios productos. Debería existir una mayor promoción de estos y volver a las bolsas de valores entidades más cercanas a la ciudadanía en general, ya que estas opciones también se convierten en formas de promover el ahorro de los ecuatorianos

Los empresarios ecuatorianos deberían obligarse a llevar sus empresas con mayor orden, de manera más formal y apegados a las regulaciones, de tal manera que puedan presentar de manera transparente cualquier información requerida al momento de ingresar al mercado de valores.

Bibliografía

Almoguera Gomez, Angel, El marco normativo de la titulización en España, en Estudios Jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Meléndez. Madrid, Editorial Civitas, primera edición, 1996

Bautista, Miguel. Gerencia de proyectos de construcción inmobiliaria. Bogotá, Editorial Pontificia Universidad Javeriana, primera edición, 2007.

Bebczuk, Ricardo. Información asimétrica en mercados financieros. Cambridge University Press, primera edición, 2000

Bescos, Modesto, Factoring y Franchising, nuevas técnicas de dominio de los mercados exteriores, Madrid, Ediciones Pirámide, primera edición, 1990

Cornejo, José. El Fideicomiso Mercantil y sus usos en el Sistema Financiero. Quito, Asociación Escuela de Derecho, Pontificia Universidad Católica del Ecuador, 2002.

Cosín, Rafael. Fiscalidad de los precios de transferencia. Wolters Kluwers, España 2007

Hernández, Moises. El crédito bancario en Costa Rica: Una perspectiva de análisis. Editorial Universidad Estatal a Distancia, San José, Costa Rica. 1998

Iturralde, Felipe. Manual de Tributación Municipal, Quito, Editorial TRAMA, 1998.

Manrique, Carlos. Introducción a la titularización, aspectos jurídicos. Bogotá, Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia

Marre, Agustín; El contrato de factoring. Santiago, Editorial Jurídica de Chile, 1995

Martinez, José. Diccionario de términos de la bolsa: inglés-español. Ariel S.A. Barcelona. 2003.

Montalvo, Mariana, Introducción al mundo del mercado de capitales, Lea antes de jugar en la bolsa, tomo 1, Ecuador, editorial Imprima, primera edición.

Norton, Joseph. Securitización de activos: la experiencia estadounidense, en Derecho Bancario y Financiero Moderno. Buenos Aires, Villela Editor, primera edición, 1999.

Rodriguez Azuero, Sergio. Negocios Fiduciarios: su significación en América Latina. Bogotá, A.B.C. Ltda, 1990

Troya, José Vicente. La tributación de los entes locales. Ponencia en las VI Jornadas Ecuatorianas de Derecho Tributario, Cuenca

Parraguez, Luis. Manual de derecho civil ecuatoriano. Cuenca, UTPL, Gráficas Hernández Cía. Ltda., 1999

Pereira, Fernando. Régimen jurídico tributario municipal aplicable al fideicomiso mercantil en el caso ecuatoriano. Disertación Doctoral no publicada. Universidad Andina Simón Bolívar. 2006

Paolantonio, Martín, Fondos comunes de inversión, mercado financiero y mercado de capitales, securitización o titulización, ediciones Depalma, Buenos Aires, 1994.

Silva-Herzog Jesús y Lecuona Ramón, Banca Central en América Latina, El financiamiento interno del desarrollo, Centro de Estudios Monetarios, México, 1994

Ramos, Lourdes. Auditoría de los indicadores financieros de la banca en el Ecuador. Tesis de grado, Escuela Superior Politécnica del Litoral. 2006

Palma, Ximena, La banca como originadora en procesos de titularización en el Ecuador. Tesis para la obtención de la maestría en Derecho, Universidad Andina Simón Bolívar. 2007

"Empresas buscan liquidez en sistema bursátil por restricción de créditos", en El Universo, Guayaquil, 23 de marzo del 2009, (Economía)

Jurisprudencia

Ley de Mercado de Valores, Registro Oficial No. 199, 28 de mayo de 1993

Ley de Mercado de Valores, Registro Oficial No. 367, 23 de Julio de 1998

Ley de Régimen Tributario Interno, Registro Oficial No. 463 de 17 de noviembre del 2004

Ley Orgánica de Régimen Municipal, Registro Oficial No. 159 de 5 de diciembre del 2005

Artículos y publicaciones

Arias, Verónica. El fideicomiso de conservación. La experiencia de Ecuador. The Nature Conservancy. Internet.

www.parksinperil.org/espanol/files/fideicomisos.pdf. Acceso: 08 de agosto del 2010

Ballesteros, María. Marco Jurídico sobre la titularización en Colombia. Revista Javeriana No. 616. Año 1993

Banco Ecuatoriano de la Vivienda. El fideicomiso inmobiliario integral. Internet. www.bevecuador.com/archivos

Banco de Guayaquil. Administradora Fiduciaria. Internet.
www.bancoguayaquil.com/bg/templates

Bank for International Settlements. Internet.
www.bis.org/publ/bcbs109esp.pdf

Bolsa de Valores de Guayaquil, Evolucion de la Actividad Bursatil en la Bvg. Internet. www.mundobvg.com/bvgsite/institucion/historia2.htm
Acceso: 19 de junio del 2010.

Bolsa de Valores de Quito, El Mercado de Valores. Internet.
www.ccbvq.com/zhtmls/bvq_texto.asp?sec=91 Acceso 25 de julio del 2010

Bolsa de Valores de Quito, Las Bolsas de Valores. Internet.
www.ccbvq.com/zhtmls/bvq_texto.asp?sec=92 Acceso 25 de julio del 2010

Bolsa de Valores de Quito, Las Casas de Valores. Internet.
www.ccbvq.com/zhtmls/bvq_texto.asp?sec=93 Acceso 25 de julio del 2010

Fondos del Pichincha. Tipos de Fideicomiso. Internet.
www.fondospichincha.com.ec/paginas/tipos_fideicom2.html

Gonzales, R, Securitization law and markets in Ecuador.- La Titularización de Activos a La Luz de La Ley de Mercado de Valores. Internet. www.ecuadorlibre.com. Accesos: 25 de junio del 2010

Iturralde, Felipe. Efectos en materia tributaria de la ley orgánica reformatoria a la ley de régimen municipal. Instituto Ecuatoriano de Derecho Tributario. Internet.

http://www.iedt.org.ec/index.php?option=com_content&view=article&id=88&Itemid=58 Acceso: 06 de agosto del 2010

Prado Villegas, César. Riesgos en los fideicomisos inmobiliarios y la titularización de activos. Internet.

<http://www.iimv.org/actividades2/Guayaquil2010/Taller/Presentación%20Riesgos%20Fiducia%20Inmobiliaria%20y%20Titularización%20-%20CESAR%20PRADO.pdf>

RON, F., El Mercado de Valores, Revista Judicial. Internet.

www.derechoecuador.com Acceso: 25 de junio del 2010

ANEXOS

ANEXO 1

GLOSARIO DE TÉRMINOS IMPORTANTES

Glosario de términos importantes

Titularización

Es el medio para que una persona sustituya activos no líquidos o con bajo índice de liquidez por activos monetarios, permitiendo a los inversionistas la participación de una futura utilidad o expectativa de utilidad, a cambio de una suma fija de dinero²²

Negocio Fiduciario

El artículo 112 de la Ley de Mercado de Valores define a los negocios fiduciarios como aquellos actos de confianza en virtud de los cuales una persona entrega a otra uno o más bienes determinados, transfiriéndole o no la propiedad de los mismos para que ésta cumpla una finalidad específica, bien sea en beneficio del constituyente o de un tercero.

Patrimonio Autónomo

Personalidad jurídica, constituida por la transferencia de bienes y derechos fiduciarios, capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones

²² Concepto tomado del libro Introducción a la Titularización de Carlos Manrique Nieto

a través de su fiduciaria quien ejerce su representación legal conformado por bienes o derechos que salen del patrimonio del constituyente, que figuran en la contabilidad del fiduciario como bienes distintos de los propios y que se encuentran afectos exclusivamente a la finalidad establecida por el fideicomitente (Garcés, D., 2010)

Fideicomiso inmobiliario

La Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores define al fideicomiso inmobiliario como el contrato por el cual se transfieren bienes para que el fiduciario realice gestiones administrativas y legales ligadas o conexas con el desarrollo de proyectos inmobiliarios todo en provecho de los beneficiarios instituidos en el contrato²³

Valor

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

²³ Codificación de resoluciones del Consejo Nacional de Valores

Proyecto inmobiliario

Incorporación de varias personas naturales o jurídicas en torno a una idea o plan que consiste en el desarrollo o construcción de un edificio, urbanización, lotización, club social o cualquier esquema que involucre un inmueble.

ANEXO 2

Ejemplo de prospecto de oferta pública

(Tomado de prospectos facilitados por la BBQ y BBG)