

ESCUELA POLITÉCNICA NACIONAL

ESCUELA DE CIENCIAS

LA TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA COMO UNA NUEVA ALTERNATIVA DE INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR PRIVADO DE LA CONSTRUCCIÓN

**PROYECTO PREVIO A LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE INGENIERO EN
CIENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS**

**MARÍA GABRIELA ALBUJA RODRÍGUEZ
RAQUEL ELIZABETH MEZA MUÑOZ**

DIRECTOR: ECON. JOSÉ LUIS MIELES N. MBA.

Quito, Octubre 2006

DECLARACIÓN

Nosotras, María Gabriela Albuja Rodríguez y Raquel Elizabeth Meza Muñoz, declaramos bajo juramento que el trabajo aquí descrito es de nuestra autoría; que no ha sido previamente presentada para ningún grado o calificación profesional; y, que hemos consultado las referencias bibliográficas que se incluyen en este documento.

A través de la presente declaración cedemos nuestros derechos de propiedad intelectual correspondientes a este trabajo, a la Escuela Politécnica Nacional, según lo establecido por la Ley de Propiedad Intelectual, por su Reglamento y por la normatividad institucional vigente.

**MARÍA GABRIELA ALBUJA
RODRÍGUEZ**

**RAQUEL ELIZABETH MEZA
MUÑOZ**

CERTIFICACIÓN

Certifico que el presente trabajo fue desarrollado por María Gabriela Albuja Rodríguez y Raquel Elizabeth Meza Muñoz, bajo mi supervisión.

ECON. JOSÉ LUIS MIELES N. MBA.
DIRECTOR DE PROYECTO

AGRADECIMIENTOS

Nuestros agradecimientos van dirigidos primeramente a Dios que bendice cada día de nuestras vidas y nos da las fuerzas para seguir adelante. Por ser nuestro soporte.

A nuestros padres porque gracias a su apoyo incondicional, nos es posible conseguir todos y cada uno de los fines que nos proponemos en la vida.

A mi abuelito Pepe y a Luqui por sus demostraciones de amor; de igual manera a mis hermanos por su cariño.

Agradezco a mi esposo Chrystiam por su amor y comprensión durante el desarrollo del presente proyecto.

Nuestros más sinceros agradecimientos a todas las personas que de una u otra manera contribuyeron al desarrollo del presente proyecto, de manera especial al Econ. Diego Jijón y al Ing. Milton Moreno. Gracias por su colaboración y esfuerzo.

Al Economista José Luis Mieles por su paciencia y ayuda durante todo momento.

A todos nuestros amigos, los que siempre creyeron en nosotras, en especial a Caty y Fernanda, por su amistad incondicional; y a todos los que contribuyeron al éxito del presente trabajo.

MUCHAS GRACIAS A TODOS!!!

GABI Y KELLY

DEDICATORIA

Dedico este trabajo especialmente a Dios y a la Virgen María, quienes han sido mi fortaleza día a día para seguir adelante.

De igual manera dedico este proyecto a mis padres, que con su amor, paciencia y apoyo han sabido guiar mis pasos hasta llegar con éxito a la culminación de cada uno de ellos.

A mi hermano Jorge Luis, que ha sido una gran inspiración en mi vida y sé que desde el cielo me cuida y protege.

María Gabriela

DEDICATORIA

El presente trabajo está dedicado principalmente a Dios, que sin su guía no hubiera sido posible llegar a la culminación de este proyecto tan primordial en mi vida.

A mis padres, que con todo su amor, comprensión e invaluable esfuerzo, han sido un apoyo muy importante en el desarrollo de cada una de las etapas de mi vida.

A mi querido esposo Chrystiam, que ha sabido siempre apoyarme con mucho amor y paciencia en toda circunstancia.

A mi abuelita Teresita por el ejemplo valioso que nos dejó.

Kelly

CONTENIDO

DECLARATORIA.....	II
CERTIFICACIÓN.....	III
AGRADECIMIENTOS.....	IV
DEDICATORIA.....	V
CONTENIDO.....	VII
RESUMEN.....	XIV

CAPÍTULO I INTRODUCCIÓN

	Pág.
1.1 INTRODUCCIÓN.....	1
1.2 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA.....	4
1.3 OBJETIVOS.....	6
1.3.1 Objetivo General.....	6
1.3.2 Objetivos Específicos.....	6
1.4 HIPÓTESIS.....	6
1.5 METODOLOGÍA.....	7
1.6 JUSTIFICACIÓN.....	8
1.6.1 Justificación Teórica.....	8
1.6.2 Justificación Metodológica.....	9
1.6.3 Justificación Práctica.....	9

CAPÍTULO II

MERCADOS E INSTRUMENTOS FINANCIEROS

	Pág.
2.1 MERCADOS.....	10
2.1.1 Clasificación de Mercados.....	11
2.1.2 Mercado de Valores.....	14
2.1.2.1 Reseña histórica del Mercado de Valores Ecuatoriano.....	18
2.1.2.2 Rol de la Bolsa de Valores en el Mercado Ecuatoriano.....	22
2.2 SISTEMA FINANCIERO.....	25
2.2.1 Mercado Financiero.....	25
2.2.1.1 Finalidad del Mercado Financiero.....	26
2.2.1.2 Características de los Mercados Financieros.....	28
2.2.2 Activos Financieros.....	29
2.2.2.1 Función de los Activos Financieros.....	31
2.2.3 Instrumentos Financieros.....	31
2.2.3.1 Descripción de los principales títulos valores.....	34
2.2.4 Intermediarios Financieros.....	38
2.2.4.1 Bancos.....	39
2.2.4.2 Fondos de Inversión.....	43
2.2.4.3 Otros Intermediarios.....	47
2.2.5 Diferentes Alternativas de Financiamiento.....	48
2.2.6 Desintermediación Financiera.....	59
2.2.7 Industria de la Construcción.....	60
2.2.7.1 Principales Involucrados en el Sector de la Construcción.....	64

CAPITULO III

FIDUCIA Y TITULARIZACIÓN

	Pág.
3.1 FIDUCIA.....	66
3.1.1 Elementos Principales de la Fiducia.....	66
3.1.1.1 Elementos Subjetivos.....	67
3.1.1.2 Elementos Objetivos.....	68
3.1.2 Negocios Fiduciarios.....	71
3.1.2.1 Tipos de negocios fiduciarios.....	71
3.1.2.1.1 Encargo Fiduciario.....	71
3.1.2.1.2 Fideicomiso Mercantil.....	72
3.2 TITULARIZACIÓN.....	82
3.2.1 Antecedentes.....	82
3.2.2 La Titularización en la Legislación Internacional.....	83
3.2.3 Definición.....	92
3.2.4 Intervinientes en el Proceso de Titularización.....	95
3.2.5 Finalidades de la Titularización.....	99
3.2.6 Beneficios de la Titularización.....	100
3.2.7 Factores de Riesgos Asociados al Proceso de Titularización.....	105
3.2.8 Instrumentos para hacer Efectivo el Mecanismo de Titularización...	106
3.2.9 Descripción del Proceso de Titularización.....	108
3.2.10 Tipos de Valores Movilizados.....	109
3.2.11 Mecanismos de Cobertura.....	111
3.2.11.1 Mecanismos Internos.....	111
3.2.11.2 Mecanismos Externos.....	113
3.2.12 Titularización de Activos.....	113
3.2.13 Alternativas de Titularización por Tipo de Activo.....	115
3.2.14 Titularización de Otros Activos.....	116

3.2.15 Titularización Inmobiliaria.....	117
3.2.15.1 Titularización de Proyectos Inmobiliarios.....	120
3.2.15.2 Titularización de Bienes Inmuebles.....	124
3.2.15.3 Titularización de Proyectos de Construcción.....	126
3.2.16 Titularización de Flujos de Fondos en General.....	126
3.2.17 Costos del Proceso de Titularización.....	127

CAPÍTULO IV CASO PRÁCTICO

	Pág.
4.1 LA ACTIVIDAD DE LA CONSTRUCCIÓN.....	132
4.2 EL SISTEMA FINANCIERO Y EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN.....	137
4.3 TITULARIZACIÓN Y EL MERCADO BURSÁTIL.....	139
4.4 CASO PRÁCTICO.....	145
4.4.1 Costos de la Titularización.....	148
4.4.2 Costos del Sistema Financiero.....	152
4.4.3 Justificación Financiera del Proceso de Titularización.....	155
4.4.4 Comparación Titularización vs. Crédito Bancario.....	156

CAPITULO V CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

	Pág.
5.1 CONCLUSIONES.....	159
5.2 RECOMENDACIONES.....	163
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	165

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO		Pág.
No. 1	CONFORMACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO.....	41
No. 2	ESQUEMA FONDO DE INVERSIÓN.....	47
No. 3	COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE CRÉDITO DEL SISTEMA BANCARIO.....	49
No. 4	CAPTACIONES Y COLOCACIONES BANCOS PRIVADOS.....	50
No. 5	EMISORES DE ACCIONES.....	56
No.6	FIDEICOMISOS INSCRITOS.....	73
No. 7	VOLÚMEN DE TITULARIZACIÓN EN AMÉRICA LATINA...	90
No. 8	TITULARIZACIÓN EN AMÉRICA LATINA.....	91
No. 9	ETAPAS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN.....	94
No. 10	ADMINISTRADORA DE FONDOS.....	96
No. 11	FONDO DE INVERSIÓN EN VALORES.....	107
No. 12	ESQUEMA BÁSICO DE TITULARIZACIÓN.....	108
No. 13	FONDO DE INVERSIÓN EN PROYECTOS.....	121
No. 14	SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN EN EL PIB.....	133
No. 15	PIB POR SECTORES.....	136
No. 16	CANTIDAD DE CRÉDITO PARA EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN.....	138
No. 17	MERCADO BURSÁTIL VS TITULARIZACIÓN.....	141
No. 18	PARTICIPACIÓN DE LA TITULARIZAZACIÓN EN EL MERCADO BURSÁTIL.....	142
No. 19	NÚMERO DE EMISORES VIGENTES.....	143
No. 20	TASA PROMEDIO REFERENCIAL CORPORATIVA.....	153
No. 21	COSTOS COMPARATIVOS FONDO CATEDRAL.....	157

ÍNDICE DE CUADROS

CUADRO		Pág
No. 1	DIFERENCIAS ENTRE EL SISTEMA FINANCIERO Y UN FONDO ADMINISTRADO.....	45
No. 2	CARACTERÍSTICAS DE LAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO.....	58
No. 3	TITULARIZACIONES APROBADAS.....	82
No. 4	VOLÚMEN DE CRÉDITO Y PIB POR SECTOR.....	137
No. 5	COSTOS TITULARIZACIÓN.....	149
No. 6	COSTOS DE EMISIÓN.....	151
No. 7	COSTOS DE COLOCACIÓN.....	151
No. 8	COSTOS BANCARIOS.....	154
No. 9	COMPARACIÓN FUENTES DE FINANCIAMIENTO.....	157

ÍNDICE DE ANEXOS

- ANEXO # 1 REGLAMENTO INTERNO “FONDO COLECTIVO DE INVERSIÓN INMOBILIARIA CATEDRAL”
- ANEXO # 2 PROGRAMA DE ENCUESTAS MENSUALES DE OPINIÓN EMPRESARIAL (CONSTRUCCIÓN)
- ANEXO # 3 DEL REGISTRO DE MERCADO DE VALORES
- ANEXO # 4 DE LA INFORMACIÓN
- ANEXO # 5 ATRIBUCIONES DE LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS
- ANEXO # 6 REGLAMENTO SOBRE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN
- ANEXO # 7 CRITERIOS DE CALIFICACIÓN DE VALORES DE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN

RESUMEN

Esta investigación documental trata de presentar los beneficios que ofrece una nueva herramienta de financiamiento como es la titularización; además pretende ofrecer información, así como sugerencias para acelerar la utilización de este mecanismo en el mercado ecuatoriano.

En el desarrollo del presente estudio se nombra primeramente la estructura y conformación de los mercados en el país, mencionando de manera especial el mercado de valores, su historia, sus principales intervinientes, las diferentes alternativas de financiamiento que ofrece el mercado y su desarrollo a lo largo de estos años.

Se hace énfasis sobre todo que el marco legal por medio del cual se desenvuelve el mercado de valores es la Ley de Mercado de Valores, que fue creada en 1993, logrando así un desarrollo del mercado de capitales; y que más tarde, el 23 de Julio de 1998, se hizo una reforma a dicha ley, en la cual se introdujeron dos nuevas operaciones como son: el fideicomiso mercantil y la titularización.

El siguiente capítulo trata sobre las principales características de la fiducia y la titularización, sus ventajas y desventajas, así como el proceso a seguir para realizar una titularización.

Mediante la fiducia una persona (fideicomitente) entrega a un fiduciario uno o más bienes, dineros y/o valores concretos, con el objeto de que dicha fiduciaria cumpla una determinada finalidad, en provecho del mismo fideicomitente, o de quien éste determine, éste último se llama beneficiario.

Para explicar la titularización, en términos sencillos, es un mecanismo de financiamiento por medio del cual se conforman patrimonios autónomos, sobre los cuales se expiden títulos que dan derecho a la participación sobre los mismos, es un procedimiento que tiende a dar liquidez a partir de activos que no la tienen.

El patrimonio autónomo, está conformado por los bienes o activos cedidos por una o más personas individuales o colectivas (originador), con la expresa instrucción de emitir valores. Los bienes y/o activos destinados a constituir el patrimonio autónomo deben estar separados de manera efectiva del patrimonio de la empresa originadora.

Con la titularización se optimizan los activos porque se consiguen nuevos recursos sin la necesidad de incrementar el patrimonio para emitir y vender nuevas acciones, y sin hacer una nueva emisión de deuda.

También se realiza un análisis sobre el Sector de la Construcción y sus principales involucrados. La construcción es valorada en las economías por la infraestructura que otorga a otras áreas, es así como la actividad abarca campos muy variados desde la construcción de viviendas y su infraestructura, hasta la ejecución de las instalaciones para la producción de energía, las grandes obras de regadío, los sistemas de construcciones y las construcciones de plantas industriales.

En el capítulo cuarto, se realiza un análisis comparativo de las principales ventajas de realizar un financiamiento a través de una titularización frente a un crédito bancario mediante un caso práctico, demostrando así que las grandes empresas que intervienen en el Sector de la Construcción obtendrían un mayor beneficio al obtener financiamiento a través de la titularización, que por medio de un crédito bancario, como lo hacían tradicionalmente.

Además se muestra que con la titularización se dinamiza el mercado bursátil incentivando el acceso a nuevos inversores ya que se amplía la gama de opciones de inversión y, de esta manera, dotar de nuevos recursos ante las dificultades crediticias del país.

Es por esto que la titularización es un mecanismo válido e importante para poder desarrollar el sector inmobiliario.

CAPÍTULO I

1.1 INTRODUCCIÓN

El financiamiento de las actividades productivas en el Ecuador, a pesar de la tendencia a la baja de las tasas de interés, a partir de la implantación del sistema de dolarización, sigue constituyendo una de las principales dificultades del sector empresarial, ya que siguen altas.

El margen porcentual entre las tasas activas y pasivas en el Ecuador han tendido a mantenerse muy alto, esto refleja el carácter cuasi oligopólico del sistema Bancario del Ecuador, y los elevados costos operativos de los bancos, junto a reducidos niveles de eficiencia.

Por esta razón las negociaciones en la bolsa de valores se convierten en una alternativa para el sector real de la economía en condiciones más favorables a las que brinda el sector bancario. El financiamiento es imprescindible para que el sector productivo pueda superar las dificultades de modernizar su gestión y competir en condiciones óptimas, con el fin de incorporarse a la apertura de mercados alcanzando mayores niveles de eficiencia a los actuales.

Cuando se crearon las Bolsas de Valores en nuestro país, se veían venir varios problemas, sobre todo en las empresas intermediarias en la compra y venta de títulos fiduciarios en el mercado bursátil que realizaban sus transacciones, con márgenes de utilidad elevada en las operaciones. Lo importante de esto fue que sucedió precisamente lo contrario, todas estas empresas cooperaron y algunas de estas adquirieron puestos en la bolsa, integrándose y contribuyendo así al desarrollo y consolidación del mercado bursátil en sus operaciones.

En el Ecuador los empresarios siguen optando por la manera tradicional de hacer negocios, esto es a través únicamente de la banca, no tienen ni se han preocupado por buscar otro tipo de alternativas, principalmente por el desconocimiento de los instrumentos que presenta el mercado; otro es el temor de generar volúmenes insuficientes de recursos que justifiquen el ingreso al mercado de valores. También influye el esquema de las empresas, ya que muchas son cerradas, familiares y renuentes a transparentar su información, lo cual es una exigencia del mercado de valores.

Para poder superar estas trabas, se pueden utilizar varias herramientas como la titularización, donde el emisor no es la empresa, sino un patrimonio autónomo manejado por una fiduciaria que sí sabe del negocio. La empresa no necesita entregar la información que debiera dar al emitir un bono.

La titularización es una herramienta que se creó como opción de inversión y financiamiento, debido a la poca acogida que tienen las clásicas opciones financieras.

A pesar de que el sector de la construcción se presenta como uno de los más dinámicos en la economía nacional, no se puede negar que todavía existe una serie de problemas y limitantes que ha enfrentado y hasta hoy los sigue enfrentando este sector, como la paralización de proyectos y obras inconclusas, altos costos financieros de los proyectos, desvío de recursos, falta de financiamiento, etc., problemas a los que se les debe encontrar una pronta solución, para ir a la par con el “ansiado” desarrollo del país. Por lo que se hace necesario realizar un estudio que abarque el diagnóstico, el estado actual del sector, los principales problemas por los que atraviesa y sus perspectivas futuras; y sobre todo, el estudio de una figura como es la titularización, que se ajusta perfectamente como una nueva alternativa a las necesidades de este sector.

En la actualidad el mercado ecuatoriano presenta mucha liquidez y poco crédito al sector productivo, este fenómeno también se presenta en varios países de la región andina, debido principalmente a la reducción de las tasas de interés internacionales, además los márgenes de rentabilidad se acortaron, lo que hace más difícil asignar recursos a crédito o a inversión. Pero sobre todo uno de los problemas más grandes es que los inversionistas no tienen la posibilidad de acceder a diferentes alternativas de inversión y financiamiento que las tradicionales que ofrece el sistema bancario.

1.2 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

Actualmente en el Ecuador podemos ver que el sistema financiero se ha vuelto muy riguroso, sobre todo en lo que a concesiones de crédito se trata, estableciendo un detallado análisis de riesgo de los demandantes de financiamiento. Los préstamos se otorgan a corto plazo y bajo condiciones rigurosas impuestas por el otorgante del crédito.

Es importante mencionar que las tasas de interés activas se han reducido para los clientes corporativos, manteniendo niveles considerados altos para otros clientes. Hasta los primeros meses de 1998 las tasas activas tanto corporativas como sobre otras operaciones, se mantenían en un rango del 30% y del 50%, luego se incrementaron hasta ser del 40% y 70%, respectivamente, a finales de 1999¹. A inicios del año 2002 la tasa activa para otras operaciones se mantuvieron entre el 16% y 17% y la tasa activa sobre operaciones corporativas presentaron una ligera tendencia decreciente alrededor del 14% hasta el 12%. En la actualidad la tasa de interés activa máxima convencional se encuentra sobre el 12% en el mercado bancario ecuatoriano.

Las dificultades para obtener un financiamiento tradicional, es decir, un crédito en el sistema bancario, es un tema que concierne a todos los sectores productivos del país; en éste análisis se centrará el estudio en el sector de la construcción.

Aunque últimamente el sector de la construcción ha pasado por un proceso de reactivación, especialmente en el segmento de proyectos de vivienda para la clase media, este sector todavía experimenta varios problemas siendo uno de los principales y por supuesto el que más le afecta, la falta de alternativas atractivas de financiamiento, razón por la cual, muchos agentes han optado por la única opción en el medio que es la tradicional, los créditos bancarios.

¹ Porcentaje de Tasas Activas expresadas en sucres

Según datos del Banco Central durante 1999 el decrecimiento del sector de la construcción bordeó el 9% debido a la crisis bancaria, la fuga de capitales y el congelamiento de depósitos. El déficit de vivienda en América Latina, según la CEPAL, supera la cantidad de 25 millones de viviendas. Solventar esta carencia requeriría no menos de \$125.000 millones. Para el caso Ecuatoriano, se necesitarían más de \$6.000 millones, para satisfacer el déficit acumulado en 1'500.000 de unidades habitacionales.

Es innegable que el sector de la construcción presenta ahora una gran necesidad de dinamismo, lo que será posible en la medida que se cuente con figuras novedosas y versátiles que garanticen transparencia y seguridad a los involucrados principales del sector.

Para que el financiamiento sea viable y sostenible, es necesario tomar en cuenta dos aspectos: el primero, es ofrecer opciones rentables a los agentes participantes en el mercado que permita atraer la inversión de recursos, sobre todo de los agentes privados; el segundo aspecto es ofrecer facilidades de acuerdo a la capacidad de pago de los potenciales prestatarios, caso contrario, una parte de la población, los de menores ingresos, quedarían al margen de las operaciones del mercado.

Por lo tanto, debido a que el sector de la construcción está en constante evolución y cambio, requiere implementar nuevas y mejores herramientas que permitan optimizar los resultados y articular las necesidades y requerimientos de todos los involucrados en el proceso para la elaboración, desarrollo, y gestión de nuevos proyectos; en éste contexto aparece la Titularización, como una alternativa de financiamiento nueva y versátil, que abre innumerables y atractivas posibilidades de gestión y desarrollo del sector; lo que innegablemente autoriza una profunda e interesante investigación sobre las bondades que éste nuevo mecanismo puede otorgar al sector de la construcción.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 OBJETIVO GENERAL

Analizar la viabilidad de titularizar una cartera inmobiliaria para ofrecer una opción clara a las necesidades actuales de los agentes que participan en el sector privado de la construcción.

1.3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Demostrar que la titularización inmobiliaria es una alternativa diferente de financiamiento a la tradicional como es el crédito bancario.
- Determinar las características involucradas en la aplicación de una alternativa de financiamiento diferente como es la titularización inmobiliaria para el sector privado de la construcción en el país.
- Analizar las repercusiones que tendría la titularización inmobiliaria dentro del sector privado de la construcción.
- Analizar los efectos que trae consigo la utilización de esta innovadora alternativa de financiamiento, como es la titularización inmobiliaria, tanto en los emisores como en los inversionistas.

1.4 HIPÓTESIS

- La titularización inmobiliaria es una nueva opción de financiamiento diferente a la tradicional, que aporta a la solución de las necesidades de los diferentes agentes que participan en el sector de la construcción y por ende al crecimiento de la economía del país.

- La titularización inmobiliaria trae ventajas de financiamiento al invertir en proyectos inmobiliarios, como: minimización de costos, riesgos moderados, plazos más amplios; lo que no se refleja al optar por un financiamiento tradicional.

- El proceso que implica titularizar es seguro y confiable.

- La titularización fomenta la dinamización del Mercado Bursátil

1.5 METODOLOGÍA

La información utilizada en el siguiente estudio será recopilada a través de fuentes secundarias. El método de investigación con el que se va a trabajar al inicio de la presente investigación es el método descriptivo, ya que se realizará una explicación de las características de este mecanismo alternativo, y cuáles son las incidencias de su puesta en práctica, como también, se expondrá el comportamiento del sector de la construcción.

Sobre esta base metodológica, se procede a aplicar el método inductivo, es decir, se parte de un contexto abstracto hacia las especificaciones que han caracterizado al sector de la construcción, a fin de adaptar un método que permita generalizar las bondades de esta nueva figura a las empresas del sector.

Por último se llevará a cabo una fase experimental, que permita conjugar el contenido teórico con la práctica de la investigación, mediante el estudio de un caso práctico.

El análisis se realizará a través de un caso práctico de titularización inmobiliaria, con el que se demuestra los objetivos antes planteados.

Información Particular: proporcionada por fiduciarias nacionales y de otros países especialmente de Colombia y Bolivia por su similitud con nuestra realidad.

Recopilación Bibliográfica: en librerías, instituciones financieras, bancos y empresas constructoras, Cámara de la construcción, Superintendencia de Compañías.

El tipo de información a utilizarse en la presente investigación se detalla a continuación:

- Para obtener la información de orden teórico, se revisarán las investigaciones hechas anteriormente sobre la titularización inmobiliaria en otros países.
- La información estadística relacionada con el comportamiento de las principales variables y agregados macroeconómicos del sector de la construcción serán revisadas.
- La información relacionada con el marco jurídico: legislación, regulaciones y disposiciones de los principales entes de control, también será tratada como parte integrante del problema.

1.6 JUSTIFICACIÓN

1.6.1 JUSTIFICACIÓN TEÓRICA

El presente estudio se basará en la teoría del financiamiento estructurado (los titularizadores), que dice que la titularización crea valor cuando los activos valen más fuera de la empresa, que adentro, por lo tanto, la suma de las partes es mayor al todo. Por tratarse de un tema reciente, y que empieza a ser desarrollado en el mercado financiero del país, no existen estudios ni investigaciones anteriores específicas para el sector de la construcción, por lo que se considera, de lograr los objetivos del presente trabajo, proveer de un buen aporte en la materia.

1.6.2 JUSTIFICACIÓN METODOLÓGICA

La metodología utilizada para el desarrollo del presente trabajo será a través de la recopilación de información histórica, la cual nos permite analizar eventos del pasado y buscar relacionarlos con otros del presente, que nos permitirá realizar un estudio que trate de esbozar un diagnóstico sobre el actual estado del sector privado de la construcción, los problemas inherentes a su desarrollo, sus proyecciones y perspectivas futuras. Esta metodología es la más adecuada debido a la falta de modelos o estudios que demuestren la aplicabilidad de esta nueva alternativa de financiamiento, como es la Titularización, que encajaría perfectamente como herramienta de apoyo y control a las actividades de éste sector.

1.6.3 JUSTIFICACIÓN PRÁCTICA

Mediante éste estudio se demostrará las ventajas de titularizar una cartera inmobiliaria que podrá ser utilizado por las empresas que opten por ésta alternativa y que hayan tenido inconvenientes con el crédito tradicional que es otorgado por los bancos. Las ventajas no sólo se dan al lograr una mayor liquidez de las empresas sino también promueve el desarrollo del mercado y sustituye intermediación financiera tradicional por una mediación directa.

El conocimiento y la difusión de estas figuras, es primordial a fin de lograr que sean reconocidas como atractivas opciones de ahorro e inversión, que con diversidad, garantía y rentabilidad sean fundamentales en el futuro financiero y económico del país, y particularmente en el sector de la construcción.

CAPÍTULO II

MERCADOS E INSTRUMENTOS FINANCIEROS

2.1 MERCADO

Uno de los principios universales de la economía postula el hecho de que “los mercados normalmente constituyen un buen mecanismo para organizar la actividad económica”². El mercado es el mecanismo que facilita el encuentro eficaz de compradores y vendedores de uno o más bienes productos y/o servicios, para realizar sus transacciones, en el que participan:

- a. En calidad de vendedores: los productos de bienes y/o servicios, distribuidores, intermediarios o mayoristas (personas naturales o jurídicas públicas o privadas), y;
- b. En calidad de compradores: los consumidores y los intermediarios mayoristas.

Se define al mercado como el conjunto de transacciones que se realizan entre los compradores y vendedores de un bien o servicio; es el punto de encuentro entre los agentes económicos que actúan como oferentes y demandantes de bienes y servicios. El mercado no necesariamente debe tener una localización geográfica determinada, es decir, no tiene porque ser un sitio físico, sino que también puede ser un lugar o entorno electrónico; para que exista es suficiente que oferentes y demandantes puedan ponerse en contacto, aunque estén en lugares físicos diferentes y distantes. Por lo tanto, el mercado se define en relación a las fuerzas de la oferta y de la demanda, constituyéndose en el mecanismo básico de asignación de recursos de las economías descentralizadas.

² Mankiw N. Gregory, PRINCIPIOS DE ECONOMIA, Ed. Mc Graw Hill-Interamericana de España, S.A.U., Traducido de la 1era edición en inglés de PRINCIPLES OF ECONOMICS, México, 1999, Pág. 9.

El Ecuador está dentro de un sistema económico político capitalista, por lo que su forma de funcionamiento es la economía de mercado, donde rigen fundamentalmente las leyes de oferta y demanda.

2.1.1. CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS

En la economía existen distintos tipos de mercados entre los cuales podemos encontrar:

- **Los mercados de productos:** Donde se comercializan bienes y/o servicios.
- **Los mercados financieros:** Donde se comercializan activos o instrumentos financieros asignando o distribuyendo fondos a lo largo del tiempo. Este mecanismo facilita la canalización de recursos para el financiamiento de las diferentes actividades económicas y productivas que tienen lugar en la sociedad.

Clasificación de los Mercados Financieros

1. Por el tipo de derecho, o sea formas mediante las cuales se pueden obtener fondos (formas a las cuales recurren las unidades deficitarias), se clasifican en:

- **Mercados de Deudas:** Son aquellos mercados en donde se comercializan activos o instrumentos financieros que otorgan un derecho sobre flujos futuros de fondos de la empresa emisora a la empresa inversora que se individualiza mediante el pago de las obligaciones.
- **Mercados de Acciones:** Son aquellos mercados en donde se comercializan activos o instrumentos financieros que otorgan un derecho sobre flujos futuros de fondos de la empresa emisora a la empresa inversora, relacionado con la distribución de utilidades, ya que la empresa inversora posee acciones de la empresa emisora.

2. **Por el momento de la transacción**, se refiere al momento en donde se realiza esta transferencia de activos o instrumentos financieros, se clasifican en:

- **Mercados Primarios:** Son los mercados en donde se comercializan por primera vez activos o instrumentos financieros entre grandes empresas inversionistas.
- **Mercados Secundarios:** Son los mercados en donde los activos financieros que fueron emitidos y comercializados en los mercados primarios se revenden al público en general. Aquí se establece el precio definitivo del activo en cuestión.

3. **Por la forma de organización**, estos mercados secundarios se clasifican en:

- **Over The Counter (OTC):** Son aquellos mercados que se caracterizan en que los agentes que operan en él no lo hacen en un recinto físico, sino ubicados en diferentes lugares. El ejemplo mas concreto es el Mercado Extrabursátil, en el cual los agentes (BROKER DEALERS) se conectan mediante computadoras, en el cual cada uno ingresa sus requerimientos de activo financiero a comercializar y a que precio lo quiere hacer por un lado, y los que emiten los mismos en contrapartida realizan la misma operación, cuando el sistema detecta la coincidencia se cierra la operación.
- **De Intermediación:** Los mercados de intermediación pueden ser:
 - ✓ **Directos:** Cuando la entidad financiera realiza la colocación primaria, que es adquirida por la unidad superavitaria, la cual luego le revende este activo financiero a la unidad deficitaria en el mercado secundario.
 - ✓ **Indirectos:** Cuando la entidad financiera capta los recursos de las unidades superavitarias a través de sus ahorros en calidad casi

siempre de depósitos y estos los utiliza para ofrecer en carácter de préstamos a las unidades deficitarias carentes de los mismos.

4. Por el plazo de vencimiento, se refiere a una clasificación de mercados por el carácter de los activos financieros que comercializa, se clasifican en:

- **Mercado Monetario:** Es donde se comercializan activos financieros con un vencimiento menor al año, o sea de corto plazo. Ejemplos de estos activos son: las aceptaciones bancarias, papeles comerciales, etc.
- **Mercado de Capitales:** En él, se comercializan activos financieros con un vencimiento mayor al año, o sea de mediano y largo plazo. Ejemplos de estos activos son: instrumentos de deuda, acciones de empresas, créditos hipotecarios, etc.

5. Por el plazo de entrega, se refiere al plazo en el cual el emisor debe hacer efectiva la transferencia del flujo futuro de fondo al inversor, se clasifican en:

- **Mercado de Efectivo:** En este mercado la obligación de concretar la operación (de transferencia) se hace en el acto o en el término de 24 a 48 horas.
- **Mercado de Derivados:** Se denominan así porque el precio del activo financiero que se comercializa esta ligado al precio de un activo denominado subyacente. Aquí la obligación de concretar la operación no se hace en el acto sino que se perfecciona en el futuro. Entre ellos se encuentran los forward y las opciones.

6. Por la naturaleza de los activos financieros que se negocian y la clase de instituciones, se clasifican en:

- **Mercado de instituciones financieras:** Es aquel que tiene como centro a los bancos e instituciones financieras, las mismas que canalizan los recursos, mediante intermediación indirecta, a través de procesos de ahorro, crédito e inversión.
- **Mercado Bursátil:** Es aquel que teniendo como centro a las Bolsas de Valores, propicia la canalización de recursos, vía intermediación directa. De esta manera el Mercado de Valores es una parte del Mercado Financiero que procura la canalización directa de recursos financieros los sectores que los requieren, mediante el mecanismo de la emisión, colocación y negociación de títulos valores de corto, mediano y largo plazo. Es decir, incluye tanto al mercado de capitales como al monetario en tanto las transacciones sean con títulos valores.

2.1.2 MERCADO DE VALORES

El mercado de valores es el segmento del mercado financiero que moviliza recursos estables para financiar las actividades productivas de corto, mediano y largo plazo, desde los sectores ahorristas mediante la compra-venta de papeles o documentos especiales denominados títulos valores. Bien puede decirse que en general es el lugar de encuentro donde se opera la intermediación entre la oferta y la demanda en el tráfico de los títulos valores. En otras palabras, es el conjunto de operaciones y negocios que efectúan los inversores y oferentes de valores de un lugar, país o región.

Claro que este movimiento económico, en forma organizada, se manifiesta más en las bolsas de valores en que se habla de un mercado bursátil que fuera de ellas (mercado extrabursátil, que hoy, de acuerdo a la nueva normatividad se trata de controlarlo y organizarlo, o en definitiva, mercado informal de valores).

Existen muchos participantes en el mercado de valores y su participación asume principalmente las siguientes modalidades:

- *EMISORES*: Son compañías o entidades públicas y privadas que, necesitando recursos emiten títulos valores, para venderlos directamente en el mercado y de esta forma conseguir tales recursos.
- *INVERSIONISTAS*: Son aquellas personas naturales o jurídicas que disponen de recursos y optan por comprar títulos valores en busca de rentabilidad.
- *INTERMEDIARIOS*: Son únicamente las Casas de Valores autorizadas que realizan la función de vincular las fuerzas de oferta y demanda de recursos y de títulos valores, para facilitar las transacciones dentro de condiciones de organización, integración, eficiencia y transferencia.

Entre las principales instituciones de apoyo y servicios al mercado de valores en el Ecuador, se pueden mencionar las siguientes:

- ➔ *LAS BOLSAS DE VALORES*: Son corporaciones civiles, organizadas que ponen a disposición del mercado el lugar de reunión, las reglas y los servicios necesarios para que las Casas de Valores puedan formalizar las ofertas, demandas y transacciones de valores a sus clientes en condiciones de equidad, transparencia, seguridad y precio justo.
- ➔ *LAS CASAS DE VALORES*: Son compañías anónimas autorizadas, miembros de las Bolsas de Valores cuya principal función es la intermediación, además de asesorar en materia de inversiones, ayudar a estructurar el mercado y servir de agente distribuidor y colocador de las emisiones primarias. La negociación que realicen las casas de valores lo harán a través de personas naturales calificadas, denominados “operadores de valores”, los que deberían estar inscritos en el Registro del Mercado de Valores.
- ➔ *EMISORES DE VALORES*: Son las personas jurídicas privadas y las entidades del sector público que de acuerdo a disposiciones legales generales o especiales están autorizadas para emitir valores, es decir derechos de

contenido esencialmente económico, que pueden circular y negociarse libremente en el mercado.

- *EL DEPÓSITO CENTRALIZADO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES*: Es la compañía anónima que se encarga de proveer de los servicios de: depósito, custodia, conservación, liquidación y registro de transferencia de los títulos valores. Opera como una cámara de compensación.
- *LAS CALIFICADORAS DE RIESGOS*: Son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada independientes que otorgan el servicio de calificación de los riesgos implícitos en los títulos valores y emisores que circulan en el mercado.
- *ADMINISTRADORAS DE FONDOS Y FIDEICOMISOS*: Son instituciones que administran fondos de inversión y negocios fiduciarios, así como también emiten valores en procesos de titularización y representan en el país a los fondos internacionales de inversión. Se especializan en la administración eficiente de los fondos de inversión de gran tamaño que se conforman con los recursos de numerosos inversionistas aportantes, obteniendo beneficios como de grandes inversionistas. En negocios fiduciarios, se encargan de administrar bienes muebles o inmuebles, corporales o incorporales, que existen o se espera que existan, a favor del inversionista o de un tercero.

Los mecanismos que hacen funcionar el mercado de valores ecuatoriano de una manera equitativa, transparente y eficiente son los siguientes:

- ↳ *EL REGISTRO NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES*: Es el sistema en el que se inscribe los títulos valores, emisores, intermediarios y demás entes que participan en el mercado de valores y le proveen de suficiente información, la misma que es de carácter público y se mantiene permanente actualizada.

- ↪ *LA OFERTA PÚBLICA:* Es la propuesta abierta y transparente que se hace dando a conocer la firme decisión de comprar o vender títulos valores en el mercado organizado. Tal propuesta así como la correspondiente información de apoyo debe llegar a todos los participantes en condiciones de igualdad, oportunidad y veracidad.

- ↪ *LA CALIFICACIÓN DE RIESGO:* Es la opinión especializada e imparcial sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos; es decir, es el grado de riesgo de los títulos valores que se negocian en el Mercado de Valores.

- ↪ *LA RUEDA DE BOLSA:* Es el mecanismo público que posibilita el encuentro organizado y sistemático de las casas de valores que actúan a nombre propio o por encargo de clientes, comprando y vendiendo títulos valores.

Existen dos clases de Ruedas de Bolsa:

- ✓ *La rueda de Piso,* lugar donde concurren físicamente los oferentes y demandantes para realizar las negociaciones mediante el sistema de Viva Voz.

- ✓ *La Rueda Electrónica,* es el sistema de negociación de Títulos Valores mediante terminales de computación instaladas en las propias oficinas de los intermediarios.

- ↪ *LA INFORMACIÓN Y DIFUSIÓN:* Es el mecanismo del mercado de valores establecido para garantizar su transparencia y consecuentemente proteger a los inversionistas y al público en general. Permite conocer en forma veraz, oportuna e integral la información relativa a los valores, emisores y demás participantes en el mercado de valores.

Las ventajas que ofrece el mercado de valores son:

- Genera un ambiente de confianza en la variedad y eficacia de sus mecanismos.
- Los empresarios consiguen mayores volúmenes de recursos y a costos más convenientes.
- Existe facilidad para entrar o salir del mercado.
- Las personas se ven estimuladas a generar ahorros para invertirlos.
- Existe una intermediación eficiente y económica para la transferencia de recursos de quien los tiene a quien los necesita.
- Conforman un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento empresarial en el mediano y largo plazo.
- Provee liquidez al emisor y al inversionista por igual.
- Estimula la democratización del capital accionario de las empresas.
- Permite la reestructuración de pasivos.

2.1.2.1 Reseña histórica del Mercado de Valores Ecuatoriano

Los mercados de valores han nacido por virtud del continuo desarrollo de los negocios y del comercio en general, por una serie de evoluciones sucesivas, constituyendo en último término una organización que ha existido en estado embrionario en una época en que las transacciones y los cambios estaban limitados por la ausencia de comunicaciones, la pequeña cantidad de mercancía disponible, la singularidad de los capitales y la insuficiencia de crédito.

En todo tiempo vendedores y compradores han procurado encontrarse, ya directamente, lo que era desde luego más fácil, por medio de intermediarios que pusieran en relación la oferta y la demanda, surgiendo la necesidad de lugares públicos donde encontrarse, unos y otros, necesidad que aumenta cuando el comercio se extiende a operaciones sobre valores mercantiles e industriales.

Así, de igual manera en el Ecuador nace la necesidad de crear un lugar específico, en donde se puedan realizar este tipo de transacciones.

La historia de las bolsas en el Ecuador, se da cuando en el año 1880 a 1890 en la ciudad de Guayaquil, se intentó por primera vez desarrollar la Bolsa de Valores, pero la misma no tuvo éxito. Hasta que en 1935, se estableció definitivamente en Guayaquil la “Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A.”, institución que tenía como principal objetivo el desarrollo del mercado de valores en el Ecuador.

En 1955 se creó la “Comisión Nacional de Valores”, a la que se le otorgó la función específica de comprar y vender tanto Bonos de Estado, como Cédulas Hipotecarias, así como de crear las Bolsas de Valores; esta luego se denominó Comisión de Valores - Corporación Financiera Nacional, el objetivo de esta era, en cambio, la de conceder créditos y la promoción de empresas mediante la aportación de capitales, particularmente en el sector industrial.

El crecimiento económico del país, promovió la estructuración de un mercado de valores, lo que hizo que la Comisión de Valores - Corporación Financiera Nacional tomara la iniciativa para crear las Bolsas de Valores tanto en Quito como en Guayaquil.

La creación de las bolsas de valores era una necesidad de vital importancia. Algunas empresas privadas ya empezaban a comprar y vender títulos valores, de igual manera el Estado también empezó a buscar recursos en el mercado de capitales del país.

Una de las principales circunstancias que empujaron a la Corporación Financiera Nacional a crear las bolsas fue la compra-venta de cédulas hipotecarias emitidas por la banca privada que se hubieren originado en préstamos destinados al fomento de empresas agrícolas o industriales.

Con estos antecedentes era necesario crear las bolsas de valores como instituciones de apoyo para cerrar el círculo de ayuda al desarrollo industrial; de esta manera el 30 de marzo de 1969, se autorizó el establecimiento de dichas bolsas.

La bolsa de de Quito empezó a operar el 10 de Agosto de 1970, y la de Guayaquil un mes después del mismo año. Luego, en 1971, se abre la opción de formar Compañías Administradoras de Inversión, que hoy las conocemos como Administradoras de Fondos, cuyo principal objetivo era promover en el público, mediante su participación en fondos de inversión, la adquisición de papeles fiduciarios que favorecería al crecimiento económico nacional y evitaría que cuantiosos recursos del país se inviertan en el extranjero.

Por otro lado, a fines de 1973, se crea la Federación Iberoamericana de Bolsas y Mercados de Valores, cuyos países miembros son: Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador, España, México, Paraguay, Perú y Venezuela. En la primera reunión, que tuvo lugar en Brasil, se aprobaron los estatutos y reglamentos, en los que se destaca la importancia de dichas bolsas como instrumentos idóneos para el progreso y la justicia social; la necesidad de fomentar el régimen de sociedades abiertas que promuevan la democratización del capital, y la participación de la comunidad en sus beneficios resultantes del proceso productivo; se propugna el fortalecimiento e internacionalización del mercado de capitales públicos y privados y la integración bursátil, que permitiría la negociación de acciones y otros títulos valores.

Cuando empezó a funcionar la bolsa en el país, el volumen de los títulos de renta variable y las acciones de empresas fue muy pequeño, esto tiene su origen en la estructura misma de la compañía anónima en el Ecuador, que permite la concentración, en pocas manos de las acciones; por lo que esta sería la principal causa de la reducida participación de las acciones en el conjunto de las operaciones en la bolsas de valores.

A partir de 1972 como consecuencia de la explotación petrolera, la evolución y expansión del mercado de capitales en general y el mercado de valores en particular alcanza niveles apreciables en sus negociaciones.

A mediados de 1975 se tramitaban las negociaciones directamente, es decir, fuera de las bolsas de una cantidad de bonos comunes del Estado, obstaculizando y distorsionando el mercado, especialmente en precios.

En 1977, por primera vez el Banco Central introduce en el mercado de valores las aceptaciones bancarias para financiar la comercialización interna de los productos nacionales. La finalidad de utilizar las aceptaciones bancarias fue como instrumento regulador de liquidez, consiguiendo de esta manera la intervención activa de los sectores con disponibilidades de ahorro y fortaleciendo además el mercado de valores ecuatoriano.

En el año de 1986, las bolsas de valores, son autorizadas por la Superintendencia de Compañías, para que realicen operaciones de compra-venta de billetes y cheques bancarios de divisas extranjeras, estas operaciones se realizaron únicamente dentro de siete ruedas de bolsa. La intervención de las bolsas de valores como intermediarias de divisas fue con intención de regular dicho mercado, ya que el precio de las divisas especialmente del dólar norteamericano en el mercado libre sufrían constantes variaciones de precios. Esta intervención fue efímera ya que al poco tiempo de iniciada esta intermediación, la divisa se volvió más especulativa.

Posteriormente, con la expedición de la primera Ley de Mercado de Valores, publicada en el suplemento del Registro Oficial No. 199 del 28 de mayo de 1993, se crearon las bolsas de valores como corporaciones civiles, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías (SIC), las que con la Ley de Mercado de Valores, publicada en el Registro Oficial No. 367 del 23 de julio de 1998, se mantienen como corporaciones controladas por la SIC.

En la actualidad en la Constitución de la República se establece que es obligación del Estado fomentar el ahorro y la inversión, y ya que la Superintendencia de Compañías es el ente que tiene la facultad de ejecutar la política general del mercado de valores, se decretó el 4 de octubre de 2004 que:

Artículo 1: “Declárese Política del Estado la promoción y desarrollo del mercado de valores, como fuente alternativa de financiamiento de las actividades productivas del país, a través de la canalización del ahorro interno y externo hacia el sector real de la economía, para lograr mejores niveles de competitividad y crecimiento sostenido, con los efectos positivos en la producción y el empleo...”

2.1.2.2 Rol de la Bolsa de Valores en el Mercado Ecuatoriano

Dentro del contexto del desarrollo de un país, ciertamente que el mercado de valores juega un papel muy importante pues con él se desea obtener una mejor canalización del ahorro y al fomento de la inversión para la optimización del sector productivo a través de la empresa y aún la generación del empleo y la productividad de bienes y servicios.

La bolsa de valores es una corporación civil, sin fines de lucro, la que tiene por objeto brindar a sus miembros el lugar físico, servicios y mecanismos requeridos para negociar los títulos valores inscritos en ella.

Para el buen funcionamiento de las bolsas son indispensables los siguientes elementos:

- Agente de Bolsa de Valores: “Persona natural que opera en las bolsas de valores por cuenta propia o a nombre de un tercero”³
- Títulos-Valores a negociarse: Los que deben estar inscritos debidamente en las bolsas.
- Puestos de Bolsa: “Derecho que representado por un título negociable, permite al agente, previo el cumplimiento de requisitos legales, operar en la bolsa.”⁴

³ Artículo 19 de la Ley de Mercado de Valores

⁴ Artículo 12 del Reglamento de Funcionamiento de la Bolsa de Valores de Quito

Este conjunto de factores, a más de otros como el mercado extra bursátil y en parte, el informal, forman en definitiva el mercado de valores, de significativa importancia en la economía moderna mundial y en especial en los últimos tiempos, y el desarrollo actual se cree que se debe en gran parte al mercado y se ha sostenido que éste es "el termómetro más fiel para conocer los vaivenes económicos de los países desarrollados, y cada vez asume más este papel aún en los países que están en vías de lograrlo"⁵

Los beneficios de financiarse a través de bolsa, son:

- *Bajo costo de financiamiento:* En Bolsa las empresas obtienen capitales para financiar sus proyectos de crecimiento a un costo inferior al que obtendrían en el mercado de intermediación financiera, a través de la venta directa de sus papeles de deuda al público inversionista local e internacional. Históricamente, las empresas reducen sus costos de financiamiento y al mismo tiempo le ofrecen al inversionista un instrumento de inversión más atractivo. Aún con la reducción de las tasas de interés en dolarización, la existencia de un "spread" importante entre las tasas de captación y colocación representa una real oportunidad de ahorro para el empresario.
- *Maximización de riqueza de los accionistas:* En el Ecuador los empresarios han estado preocupados por la obtención de utilidades contables, dejando a un lado la vía más importante para incrementar la riqueza de los accionistas. La verdadera fuente de riqueza para que los accionistas maximicen su patrimonio familiar es el aumento del valor de la compañía, el cual se observa con el incremento del precio de sus acciones en el mercado bursátil.

El incremento del precio de las acciones en la Bolsa está relacionado con la percepción que los inversionistas tienen sobre el éxito futuro de la empresa, por lo cual la disponibilidad de información sobre el desempeño de la misma es la clave para una acertada valoración por parte del mercado.

⁵ Según nos expresa Rodolfo León, en su obra "Necesidad de un moderno Derecho de la Sociedad Pública"

- *Estructura de financiamiento menos riesgosa:* Con la emisión de obligaciones, las empresas pueden reestructurar sus pasivos, reemplazando sus compromisos de corto plazo por deudas de largo plazo con un menor costo financiero y con una estructura de pagos definida acorde a las necesidades de la empresa, reduciendo el riesgo de incumplimiento del pago de los pasivos. Acceder a este financiamiento de largo plazo brinda mayor capacidad de maniobra para administrar los recursos de la empresa en el corto plazo, y facilita el cumplimiento de otros compromisos no financieros. Con la emisión de acciones se fortalece el patrimonio de la empresa, lo cual mejora la percepción de la misma, al haberse reducido el riesgo asociado a una relación deuda/patrimonio alta. Esto inclusive le abre las puertas para un futuro endeudamiento, de ser necesario.

- *Financiamiento a largo plazo:* La Bolsa de Valores permite acceder a financiamiento de largo plazo, sea a través de instrumentos de deuda o de acciones, lo cual permite viabilizar proyectos de inversión. La Bolsa adicionalmente cumple la función de liquidez, al proveer un mercado secundario para estos papeles, lo cual permite la venta de los mismos cuando los tenedores tengan necesidades de liquidez. De esa manera se vuelve atractivo adquirir un título de largo plazo.

- *Visibilidad Internacional:* La Bolsa de Valores promociona en el ámbito internacional las oportunidades de inversión que ofrece Ecuador a través de los servicios de difusión de la información más relevante de los emisores inscritos en Bolsa y las transacciones de sus valores.

- *Amplio acceso al capital:* La Bolsa de Valores ofrece un amplio acceso al capital fresco. Además, en Bolsa se han financiado empresas de todos los sectores.

2.2 EL SISTEMA FINANCIERO

El Sistema Financiero es el marco institucional donde se reúnen oferentes y demandantes de fondos para llevar a cabo una transacción. Está formado por el conjunto de mercados financieros, activos financieros, intermediarios financieros, y cuya finalidad principal es la de transmitir el ahorro de las unidades de gasto que poseen ese ahorro hacia las unidades con déficit de ahorro. Las unidades de gasto con superávit en el ámbito agregado son las familias. Las unidades de gasto con déficit en el ámbito agregado son las empresas y los organismos públicos.

La actividad del sistema financiero se ha desarrollado, a partir del año 2000, en un entorno económico favorable, caracterizado, entre otros, por la evolución sostenida de la economía, mostrando un crecimiento promedio del 4,05% a partir de la dolarización, el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, el aumento de las remesas de los emigrantes, el aumento del precio del petróleo, la construcción del Oleoducto de Crudos Pesados, la reducción de la inflación y el aumento de los ingresos tributarios.

2.2.1 MERCADO FINANCIERO

Es el lugar, mecanismo o sistema en el cual se compran y venden cualquier activo financiero. Los mercados financieros pueden funcionar sin contacto físico, a través de teléfono, fax, etc. También hay mercados financieros que si tienen contacto físico, como en la bolsa de valores.

“Los mercados financieros son instituciones a través de las cuales las personas que quieren ahorrar pueden ofrecer fondos directamente a las que quieren pedir préstamos”⁶

⁶ Mankiw, N. Gregory, Obra citada. Pág. 490.

En términos generales es el conjunto de instituciones y mecanismos utilizados para la transferencia de recursos entre agentes económicos. En el Mercado Financiero se efectúan transacciones con títulos de corto, mediano y largo plazo, generalmente destinados para el financiamiento de capital de trabajo permanente o de capital fijo de las empresas, del gobierno y sus entes descentralizados.

Los Mercados Financieros actúan como intermediarios entre los que disponen de recursos monetarios y los que carecen de los mismos; es decir, entre entidades superavitarias y deficitarias. Como son desarrollados por particulares, se cuenta con la participación del Estado quien regula ambas fuerzas.

2.2.1.1 Finalidad del Mercado Financiero

La finalidad del mercado financiero es poner en contacto oferentes y demandantes de fondos, y determinar los precios justos de los diferentes activos financieros. Las ventajas que tienen los inversores gracias a la existencia de los mercados financieros son la búsqueda rápida del activo financiero que se adecue a nuestra voluntad de invertir, y además, esa inversión tiene un precio justo lo cual impide el timo. El precio se determina del precio de oferta y demanda.

Otra finalidad de los mercados financieros es que los costes de transacción, sean el menor posible. Pero debemos insistir en que la finalidad principal es determinar el precio justo del activo financiero, ello dependerá de las características del mercado financiero. Cuanto más se acerque un mercado financiero al ideal de mercado financiero perfecto, el precio del activo estará más ajustado a su precio justo.

El concepto de mercado financiero perfecto aparece como unidad de medida, para comparar los distintos mercados financieros. Entre las características de un mercado financiero perfecto, tenemos las siguientes:

- Gran cantidad de agentes que intervienen tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda. De forma que nadie puede influir en la formación del precio del activo financiero.
- Que no existan costes de transacción, ni impuestos, ni variación del tipo de interés, ni inflación.
- Que no existan restricciones ni a la entrada ni a la salida del mercado financiero.
- Que exista perfecta información, que todos sepan lo mismo.
- Los activos sean divisibles e indistinguibles.

La función que cumple un mercado financiero es la de facilitar el financiamiento de las actividades en la sociedad, mediante la vinculación de las fuerzas de oferta y demanda que determinan precios reales, también ayuda con la formación de la liquidez de los activos y permite una reducción de plazos y costos de intermediación como son: la búsqueda de la contraparte, incidencia de riesgos, procedimientos administrativos y legales, entre otros.

Los mercados financieros proporcionan tres funciones económicas:

1. La interacción de compradores y vendedores en un mercado financiero, que determina el precio del activo comercializado. También en forma equivalente, ellos determinan el rendimiento requerido de un activo financiero. Como el incentivo para que las empresas adquieran fondos depende únicamente el rendimiento necesario que demandan los inversionistas, ésta es la característica de los mercados financieros que señala la manera en que los fondos en la economía deben asignarse entre activos financieros. Se llama proceso de fijación de precio.
2. Los mercados financieros proporcionan un mecanismo para que el inversionista venda un activo financiero. Por ello proporciona liquidez, característica atractiva cuando las circunstancias motivan a un inversionista a vender. Si no hubiera liquidez, el poseedor estaría obligado a conservar un instrumento de deuda hasta su vencimiento y un instrumento de acción, hasta que la compañía fuera liquidada.

Si bien todos los mercados financieros proporcionan alguna forma de liquidez, el grado de ésta, es uno de los factores que caracteriza a los diferentes mercados.

3. Reduce el costo de las transacciones, que son de dos tipos:

- Los costos de búsqueda (costos explícitos como por ejemplo el gasto de dinero para anunciar la intención propia de comprar o vender un activo financiero, y costos implícitos como el valor de tiempo gastado en encontrar una contraparte).
- Los costos de información se relacionan con la apreciación de los méritos de invertir en un activo financiero, esto es, la cantidad y la probabilidad del flujo de efectivo que se espera sea generado. En un mercado eficiente los precios reflejan la información agregada y recolectada por todos los participantes del mercado.

2.2.1.2 Características de los Mercados Financieros

Las principales características de los Mercados Financieros son:

- **Amplitud:** Número de títulos financieros que se negocian en un mercado financiero. Cuantos más títulos se negocien más amplio será el mercado financiero.
- **Profundidad:** Existencia de curvas de oferta y demanda por encima y por debajo del precio de equilibrio que existe en un momento determinado. Si existe gente que sería capaz de comprar a un precio superior al precio y si existe alguien que está dispuesta a vender a un precio inferior.
- **Libertad:** Si existen barreras en la entrada o salida del mercado financiero.

- **Flexibilidad:** Capacidad que tienen los precios de los activos financieros, que se negocian en un mercado, a cambiar ante un cambio que se produzca en la economía.
- **Transparencia:** Posibilidad de obtener la información fácilmente. Un mercado financiero será más transparente cuando más fácil sea obtener la información.

2.2.2 ACTIVOS FINANCIEROS

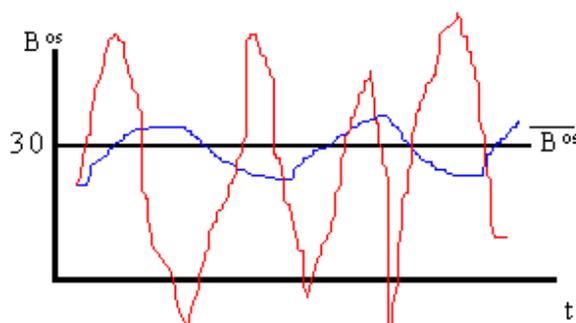
Los Activos Financieros son derechos que posee el ente que provee los fondos (en este caso el superávitario) sobre los flujos futuros de fondos del ente deficitario. Entonces, un ente que carece de recursos financieros y debido a ellos recurre a bancos, entidades financieras, etc. (Intermediarios de activos financieros), para que le provean de estos fondos hoy, otorgándoles una garantía de devolución, con sus flujos de fondos futuros.

En términos generales un activo financiero es un activo intangible, que tiene cierto valor en un intercambio. Los Activos Intangibles son aquellos activos financieros cuyo valor no depende de sus características y proporcionan unos derechos legales sobre unos beneficios futuros. Mientras que los Activos Tangibles son aquellos activos cuyo valor depende de sus propias características (edificio, mesa, etc.).

Como las principales características de los Activos Financieros, podemos enunciar las siguientes:

1. **Liquidez:** Es fácil transformar un activo financiero en un valor líquido (dinero). La liquidez la proporciona el mercado financiero donde el activo financiero se negocia.

2. **Rentabilidad:** Capacidad de obtener resultados. La rentabilidad de los activos financieros la obtendremos bien en cobros de dividendos o a través de ganancia de capital.
3. **Riesgo:** Solvencia del emisor del activo financiero para hacer frente a todas sus obligaciones. Cuanto mayor es el riesgo que se asume en un activo financiero, mayor es la rentabilidad que se espera obtener. El riesgo se mide a través de la volatilidad, y esta a su vez se mide a través de la desviación típica.



---- En este caso el activo financiero es poco arriesgado.

----- Activo muy arriesgado.

$$\sigma^2 = E(x - E(x))^2$$

$$\sigma = \sqrt{E(x - E(x))^2}$$

Cuanto mayor sea la varianza (σ^2) más arriesgado es ese activo financiero. Cuando un activo financiero es muy arriesgado se exige que la esperanza de la rentabilidad sea muy elevada.

2.2.2.1 Función de los activos financieros

Los activos financieros tienen dos funciones principales:

1. La transferencia de fondos de aquellos que tienen un excedente para invertir, hacia aquellos que los necesitan para invertirlos en activos tangibles.
2. Transferir los fondos de tal forma que se redistribuya el inevitable riesgo asociado con el flujo de efectivo, el cual se genera por los activos tangibles, entre aquellos que buscan y aquellos que proporcionan los fondos.

2.2.3 INSTRUMENTOS FINANCIEROS

1. De acuerdo al tipo de renta:

➤ **Títulos de renta fija:** Son títulos de deuda cuyo rendimiento es conocido y queda establecido el momento mismo de la transacción. Reconocen el pago de una tasa de interés (fija o reajutable) o pueden negociarse con un descuento en el precio. Se clasifica en:

↳ **Títulos de corto plazo con tasa de interés:** Son títulos cuyo plazo de vigencia total se ubica entre uno y trescientos sesenta días y devengan una tasa de interés. Entre los principales podemos nombrar a los siguientes:

- ✓ Pagarés
- ✓ Pólizas de Acumulación
- ✓ Certificados de Depósito
- ✓ Certificados de Inversión
- ✓ Certificados de Arrendamiento Mercantil
- ✓ Papel Comercial

↪ **Títulos de corto plazo sin intereses (a descuento):** Son títulos cuyo plazo de vigencia total se ubica entre uno y trescientos sesenta días y al no devengar tasa de interés, su rendimiento se determina por el descuento en el precio de compra-venta. Entre los principales tenemos:

- ✓ Bonos de Estabilización Monetaria
- ✓ Cupones
- ✓ Letras de Cambio
- ✓ Cartas de Crédito
- ✓ Aceptaciones Bancarias

↪ **Títulos de Largo Plazo:** Son títulos de deuda cuyo plazo de vigencia total es mayor a trescientos sesenta días y devengan una tasa de interés. Podemos nombrar a los siguientes como los principales:

- ✓ Cédulas Hipotecarias
- ✓ Cédulas Prendarias
- ✓ Bonos de Garantía
- ✓ Bonos de Prenda
- ✓ Bonos Hipotecarios
- ✓ Bonos del Estado
- ✓ Bonos de Conversión de Deuda Externa
- ✓ Obligaciones
- ✓ Certificados de Derecho Fiduciario (CDF's)

➤ **Títulos de Renta Variable:** La naturaleza de estos papeles no es la deuda, sino su carácter patrimonial. Por lo tanto, su rendimiento no se lo puede conocer el momento de la transacción, ni depende de una tasa de interés, sino que se lo determina por diferentes factores que posibilitan la generación de utilidades, tales como la capacidad gerencial, el mercado, el entorno macroeconómico, etc. Se clasifican de la siguiente manera:

- Acciones
 - Certificados de Derecho Fiduciario (CDF's)
- **Otros Títulos:** Son aquellos que tienen características especiales y que no se pueden clasificar en las otras categorías. Los principales son:
- Notas de Crédito
 - Cuotas Patrimoniales de las Bolsas de Valores
 - Cuotas de Participación de Fondos de Inversión

2. De acuerdo al sector de emisión:

- **Valores emitidos por el sector público:** Son títulos valores que representan una deuda y son emitidos por el Estado y demás instituciones del sector público. Se emiten generalmente como parte de la política monetaria para buscar financiamiento para proyectos públicos de desarrollo, para cubrir necesidades estacionales de las tesorerías, de conformidad con las leyes que las autorizan. Entre los principales tenemos:
- Bonos de la CFN
 - Obligaciones de la CFN
 - Bonos del Estado
 - Bonos de Estabilización Monetaria
 - Certificados de Tesorería
 - Notas de Crédito
 - Bonos municipales y provinciales
- **Valores emitidos por el sector privado:** Son títulos de deuda o patrimoniales emitidos por una persona jurídica privada, sea como derivación de alguna operación crediticia o comercial, o sea con el propósito de captar recursos financieros de forma directa o en mercado.

Los principales son:

- Acciones
- Aceptaciones Bancarias
- Avaluos Bancarios
- Bonos de Prenda
- Cartas de Crédito
- Cédulas Hipotecarias
- Certificados de Depósito
- Certificados de Ahorro
- Certificados de Arrendamiento Mercantil
- Certificados de Derechos Fiduciarios (CDF's)
- Certificados de Inversión
- Cuotas de Membresía
- Cuotas de Participación
- Cupones
- Depósitos a Plazo
- Letras de Cambio
- Obligaciones
- Pagarés
- Papel Comercial
- Pólizas de Acumulación

2.2.3.1 Descripción de los principales títulos valores

Acciones: Es un Activo Financiero de Renta Variable no se sabe de ante mano los beneficios o flujos que proporcionará dicho activo de renta variable. En términos mercantiles, se llama acción a las partes o fracciones iguales en que se divide el capital de una compañía, así como al título que representa la participación en el capital suscrito. Por eso al ser representativas de un valor, deberán expresarse en cantidad de dinero.

La ventaja de financiarse a través de acciones es que la empresa no incurre en altos costos financieros al momento de la emisión y al inversionista le ofrece la oportunidad de participar de la empresa y fomentar así el desarrollo de la misma.

Tenemos varios tipos de acciones, así:

- Atendiendo a la titularidad de las acciones:
 - ☞ Acciones Nominales
 - ☞ Acciones al portador.

- Atendiendo al precio de emisión:
 - ☞ Acciones emitidas a la par.
 - ☞ Acciones emitidas con prima de emisión.
 - ☞ Acciones emitidas sobre la par.
 - ☞ Acciones emitidas bajo la par ó acciones emitidas con quebranto de emisión.

- Atendiendo a sí son acciones ordinarias o, privilegiadas ó preferentes:
 - ☞ Acciones Ordinarias.
 - ☞ Acciones Privilegiadas o Preferentes, tienen algún derecho adicional sobre los derechos que proporciona una acción ordinaria (por ejemplo: recibir dividendos siempre que haya beneficios en las empresas).

- Atendiendo a la forma de desembolso:
 - ☞ Acciones Numerario: El desembolso se realiza en efectivo.
 - ☞ Acciones de Aportación: El desembolso se realiza en especie (aportar maquinaria, terrenos, etc.).
 - ☞ Acciones Liberadas: Son aquellas que se emiten por debajo de su nominal. Se emiten como forma de pago a los trabajadores de la propia empresa.
 - ☞ Títulos Fundador: Son aquellas acciones que se emiten para compensar a los fundadores o promotores de la empresa por los servicios prestados.

Obligaciones: Son valores emitidos por compañías legalmente facultadas, que les permite obtener directamente recursos del público para financiar sus actividades productivas. Por este motivo, representan una deuda que es exigible según las condiciones de la emisión y como todo título, dan derecho al cobro de intereses y a la recuperación del capital. Las obligaciones pueden ser emitidas por una compañía anónima o por una compañía de responsabilidad limitada que asume el pago de un crédito.

De igual forma, las compañías en comandita por acciones y de economía mixta, también pueden emitir obligaciones. De acuerdo a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda y las cooperativas de ahorro y crédito también están facultadas para emitir estos títulos valores. Los títulos de una emisión de obligaciones gozan de mediana liquidez, la cual depende de la situación del mercado. El riesgo de las obligaciones es inferior al de los activos de renta variable.

Existen varios tipos de obligaciones:

- Por su plazo, pueden ser:
 - ♣ Papel Comercial cuando son a corto plazo, y
 - ♣ Obligaciones a Largo Plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento.

- Por su estructura financiera, pueden ser:
 - ♣ Cero Cupón o;
 - ♣ Con Intereses, dependiendo de si pagan o no intereses.

- Las obligaciones también pueden ser convertibles en acciones, las cuales dan el derecho a su tenedor de exigir alternativamente que el emisor le pague el valor de dichas obligaciones conforme a las disposiciones generales, o las convierta en acciones de acuerdo a las condiciones estipuladas en la escritura pública de emisión.

Cédulas Hipotecarias: Son títulos de crédito a plazo, que pagan un interés fijo y se encuentran respaldados por una garantía prendaria o inmobiliaria, según el caso. Su objetivo principalmente es financiar vivienda. Poseen una mediana liquidez dependiendo de las condiciones del mercado.

Depósitos A Plazo: Es un título que tiene implícito una orden para cobrar una suma de dinero en un plazo que generalmente es menor a un año. Poseen una mediana liquidez dependiendo de las condiciones de mercado. Se negocian tanto en el mercado primario como en el secundario.

Aceptaciones Bancarias: Se refiere a letras de cambio o pagarés girados por los clientes de una institución financiera y aceptada por ésta. Son papeles que no pagan un interés fijo, por lo tanto su rendimiento se basa en el descuento que se aplique al momento de la negociación. Dicho descuento se establece de acuerdo a las condiciones del mercado y del tiempo que falte para el vencimiento del título.

Certificados de Depósito Reprogramado (CDR): Son papeles de libre negociación, transferibles mediante simple endoso, los mismos que podrán emitirse a petición del cliente, hasta por el monto total del capital de sus inversiones reprogramadas a 365 días plazo. El CDR es un papel válido sólo sobre su valor nominal, que no genera intereses y que al ser negociado en el mercado de valores se lo hará en base a una tasa de descuento.

Bonos: Son títulos a largo plazo emitidos por organismos gubernamentales cuyo objetivo es financiar diversos proyectos de carácter social, cultural, educacional, de protección ambiental, forestación, reforestación, investigación agropecuaria, promoción turística y de capacitación especial, promovidas por entidades sin fines de lucro. Se negocian tanto en el mercado primario como en el secundario. Puede ser a la par, con premio o con descuento. Los bonos generan una renta fija que es establecida en el interés que posea el documento en el momento de su emisión.

Sin embargo, el interés puede ser establecido en forma reajutable.

Notas de Crédito: Son títulos por medio de los cuales la Dirección General de Rentas reconoce que el pago de un impuesto se ha realizado indebidamente o en exceso y, por lo tanto, procede al reembolso de tal valor al contribuyente. Estos títulos no tienen plazo de vencimiento ni devengan un interés fijo, por lo tanto su rendimiento se basa en el descuento con el cual es negociado. Si el contribuyente beneficiario no debe impuesto a la renta y por tanto no puede realizar la compensación respectiva, puede negociarla a través de la Bolsa de Valores.

Pagarés: Constituye una promesa incondicional de pago, representada en título mediante el cual una persona, se obliga a pagar una cantidad determinada en un tiempo determinado, a favor de otra persona. Igual que en el caso de la letra de cambio, los que se negocian en el mercado de valores, son generalmente emitidos por las entidades bancarias.

2.2.4 INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Los Intermediarios Financieros (Bancos, Cooperativas de Ahorro y Crédito, etc.) reciben el dinero de las unidades de gasto con superávit, mientras que dichos intermediarios financieros ofrecen a las empresas recursos a más largo plazo y de una cuantía superior a la recibida por una sola unidad de Gasto con Superávit, de modo que realiza una transformación de los recursos recibidos por las familias.

El banco paga un tipo de interés a las familias mucho más pequeño que el que cobrará a la empresa que pida el préstamo. También se produce una transformación de los títulos financieros.

“Los intermediarios financieros obtienen fondos emitiendo valores y utilizan estos fondos para comprar activos financieros. Los intermediarios transforman fondos que adquieren en activos que son más atractivos para el público. Al hacerlo realizan las siguientes funciones: 1) Proporcionan intermediación de vencimiento, 2) Proporcionan reducción del riesgo por medio de la diversificación a menor

costo, 3) Reducen el costo de contratación y el procesamiento de información o 4) Proporcionan un mecanismo de pago.”⁷

2.2.4.1 Bancos

Un banco es una institución financiera cuyos servicios tienen que ver con el asunto de préstamos, créditos, cambios, etc. Además se definen a los bancos como los almacenistas y custodios de dinero, cuya función es asegurar que la sangre del comercio circule ininterrumpidamente.

Los bancos existen para producir beneficios a sus propietarios prestando servicios a sus clientes; uno de los más importantes es la seguridad. Otro de los servicios ofrecidos es el de medio de pago, esto se lleva a cabo principalmente mediante cheques. Por supuesto también es posible pagar en billetes y en monedas. Si los bancos no existieran, el costo del sistema de pagos sería más elevado.

A parte de ofrecer seguridad y comodidad en los pagos, los bancos se encargan también de prestar dinero. Generalmente, las empresas obtienen financiamiento de dos maneras: ampliando el capital, es decir, consiguiendo que la gente invierta dinero directamente en los riesgos y posibles beneficios de la empresa, o por medio de préstamos.

En casi todos los países los bancos comerciales han mantenido sus préstamos a corto plazo, tanto a empresas como a personas. En el caso de las empresas, ello significa prestarle capital circulante para la compra de materias primas, más que efectuar préstamos para financiar proyectos a largo plazo.

Los bancos comerciales y de inversión también ayudan a las empresas a conseguir recursos del público en general a través de ampliaciones de capital.

⁷ Frank J Fabozzi, Franco Modigliani, MERCADOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS, De. Prentice Hall Hispanoamericana S.A., México 1996.

No obstante la principal función de los bancos sigue siendo la de canalizar recursos de los sectores de la economía con excedente hacia los que registran déficit.

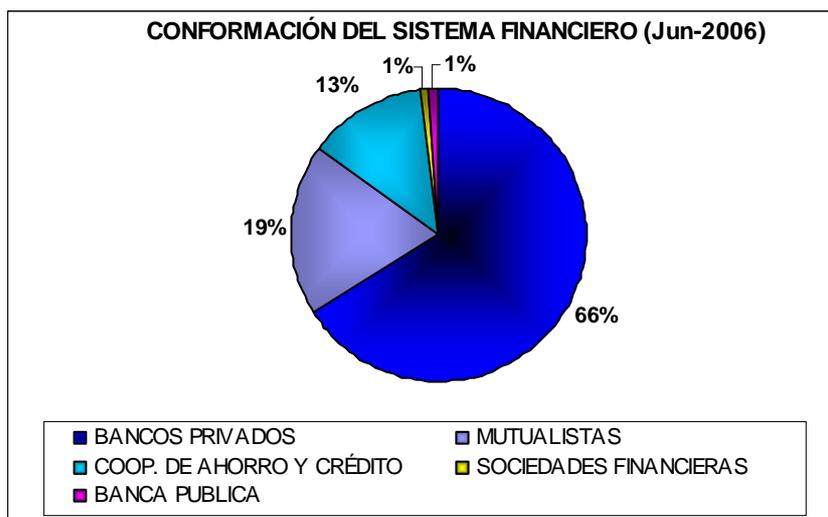
El objetivo de estos servicios desde el punto de vista del accionista es conseguir depósitos tanto de personas físicas como de empresas, con las que se pueda prestar e invertir. La diferencia de interés que los bancos obtienen de sus clientes con respecto al que pagan a los fondos pedidos en préstamo es la fuente principal de sus ingresos.

La capacidad del banco para conceder préstamos está limitado por el pasivo y su disposición en cierto momento, y todavía más limitado por el hecho de que no todos los depósitos pueden ser prestados si se quiere actuar con prudencia.

Las instituciones financieras tienen otras limitaciones, tales como mantener un equilibrio entre préstamos a corto, mediano y largo plazo; esta relación varía de un banco a otro, según la estructura de depósitos. Y sobre todo, tienen necesidad de mantener el número de prestaciones en un mínimo.

Los establecimientos bancarios privados, conforman el sostén del sistema financiero, con una representación del 66% como lo muestra el gráfico No. 1; su función principal es recibir fondos de terceros en depósito y colocarlos en el mercado mediante operaciones de crédito. Un banco comercial toma el dinero entregado por los ahorradores más el capital que es de su pertenencia y los ofrece en préstamo a cambio de un interés por el tiempo que el dinero está en sus manos y con garantía de pago respaldado.

Gráfico No.1



Fuente: Superintendencia de Bancos.

Elaborado por: Las Autoras.

La base de operación de los bancos para el otorgamiento de crédito se basa en el "mutuo comercial" bajo las exigencias de la entidad de vigilancia, (Superintendencia) en lo que respecta al plazo y los intereses, dado que la operación bancaria es de carácter público.

Las principales operaciones de crédito de los bancos son:

- *Sobregiros:* Es un tipo de financiamiento de muy corto plazo, está dirigido principalmente a cubrir necesidades de caja. Normalmente no requiere forma escrita y su otorgamiento es prudencial dado que, por la velocidad en su trámite, es normalmente el gerente el que en forma individual concede la autorización para su realización. El costo es pactado también de manera discrecional, sin superar los límites máximos autorizados por la ley.

Eventualmente y para los clientes corporativos, o como un nuevo producto para clientes especiales; en el caso de banca personal, han aparecido los llamados "cupos de sobregiro" que pueden ser utilizados de manera automática por los usuarios, no obstante que estas operaciones requieren en algunos casos forma escrita adicional al contrato de cuenta corriente tradicional.

- *Créditos ordinarios:* Es el sistema por el cual los bancos ponen en circulación el dinero, son todos aquellos préstamos que la entidad bancaria brinda entre noventa días y un año. El costo de dichos créditos es reglamentado por los límites establecidos por las entidades de control financiero, si estos topes fueran rebasados se estaría incurriendo en el delito de "usura". Todos los créditos ordinarios se formalizan a través de un título, que por lo general es un pagaré, que obliga al prestatario a otorgar las garantías correspondientes.

- *Descuentos:* Otra operación a través de la cual los bancos otorgan créditos es el descuento de títulos valores como pagarés, giros, letras de cambio y otros títulos de deuda. Mediante este tipo de operación se obtiene con anticipación el total del valor del título con cargo a un tercero, mediante el endoso del título a favor del respaldado por la entrega y el endoso de éste a la entidad bancaria. El costo depende de la tasa de descuento que se le aplica al valor nominal del título y de las comisiones que puedan haber sido pactadas. Si las operaciones de descuento respaldadas en títulos valores no son pagadas en la fecha de vencimiento, el endosante se hace solidario frente al banco, que podrá hacer exigible el valor del título.

- *Cartas de crédito:* El otorgamiento de créditos por la vía de la apertura de cartas de crédito es la operación activa posiblemente más conocida en el marco de las relaciones comerciales internacionales que se crean en una compraventa, casi siempre estos créditos son pactados a un término fijo, los intereses son pactados a una tasa variable sobre las tasas representativas del mercado internacional, también se cobran las comisiones de apertura y un seguro por no utilización.

Uno de los factores fundamentales del que depende el costo del crédito es el interés pactado entre el prestatario y el prestamista.

2.2.4.2 Fondos de Inversión

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

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

Cuando en éste título se haga referencia a los fondos, sin precisar si se trata de fondos administrados o colectivos, se entenderá que la remisión se aplica a ambos tipos.

Los fondos se constituirán por escritura pública que deberá ser otorgada por los representantes legales de la administradora e inscrita en el Registro del Mercado de Valores. La escritura pública deberá contener los requisitos mínimos que determine el Consejo Nacional de Valores (CNV).

La Superintendencia de Compañías autorizará el funcionamiento de un fondo, cualquiera que éste sea, previa verificación de que la escritura pública de constitución y del reglamento interno del fondo, se ajusten a las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias, cuando su administradora se encuentre inscrita en el Registro del Mercado de Valores y tenga el patrimonio mínimo exigido para gestionarlo; que tratándose de un fondo colectivo se encuentren inscritas en el registro las respectivas emisiones de cuotas y, otros antecedentes que el C.N.V., solicite por norma de carácter general.

En el Ecuador la Ley de Mercado de Valores considera tres clases de fondos:

Fondos Administrados de Inversión:

Son fondos manejados por las Administradoras de Fondos y que cuentan con personal técnico, especializado, encargados de invertir de la mejor manera los recursos de un grupo de personas o partícipes. Los aportantes tienen unidades de participación y pueden entrar y salir cuando lo deseen. Son aquellos que admiten la incorporación, en cualquier momento de aportantes, así como el retiro de uno o varios, por lo que el monto del patrimonio y el valor de sus respectivas unidades, es variable.

En el mercado existen una gran cantidad de entidades administradoras, que cuentan con una variedad de fondos administrados en las cuales puede depositar su dinero, de acuerdo al plazo, nivel de riesgo y retorno, y se los puede clasificar en:

- **FONDOS DE RENTA VARIABLE:** Cuando una porción o el total del fondo es invertido en acciones de alta liquidez.

- **FONDOS DE RENTA FIJA:** Invierten en títulos como pagarés, avales, letras de cambio, bonos de estabilización monetaria, y que de acuerdo al plazo pueden dividirse en :
 - ♣ **RFCP:** Renta Fija Corto Plazo (títulos con vencimiento menor a 180 días).
 - ♣ **RFMP:** Renta Fija Mediano Plazo (títulos con vencimiento mayores a 180 días, pero inferiores a 3 años).
 - ♣ **RFLP:** Renta Fija Largo Plazo (títulos con vencimiento mayores a 3 años).

- **FONDOS DE RENTA MIXTA (RM):** Estos fondos son aquellos que invierten tanto en títulos de renta fija como de renta variable.

Entre las principales diferencias entre invertir en el sistema financiero y un fondo administrado, tenemos:

Cuadro No. 1
DIFERENCIAS ENTRE EL SISTEMA FINANCIERO Y UN FONDO
ADMINISTRADO

EN EL SISTEMA FINANCIERO	EN EL FONDO ADMINISTRADO
♠ Inversión Individual	♠ Inversión común
♠ Inversión con montos limitados	♠ Inversión con montos importantes
♠ Inversión de plazo fijo	♠ Inversión de libre entrada o salida
♠ Inversión concentrada	♠ Inversión en un portafolio diversificado
♠ Rendimientos fijos	♠ Rendimiento variable, inversión de riesgo

Elaborado por: Las Autoras

Fondos Colectivos:

Este tipo de fondos se crean con la finalidad de invertir en proyectos productivos o en valores de mediana liquidez. Su constitución será mediante oferta pública, para la captación de sus aportes. Las cuotas para la constitución del fondo colectivo son libremente negociables, es decir si el fondo se registra en el mercado de valores, sus cuotas se negociarán a través de las Bolsas de Valores del país.

Los fondos se someterán a las normas del fideicomiso mercantil. Exclusivamente para este tipo de fondos, la administradora podrá fungir como emisor de procesos de titularización.

El fondo estará constituido por los aportes hechos por los constituyentes dentro de un proceso de oferta pública, cuyas cuotas de participación no son rescatables, incrementándose el número de sus cuotas como resultado de su suscripción y pago, durante su respectivo período de colocación y, reduciéndose su monto sólo con ocasión de una reducción parcial de ellas, ofrecida a todos los aportantes, o en razón de su liquidación. Las cuotas de estos fondos serán libremente negociables.

Fondos Internacionales:

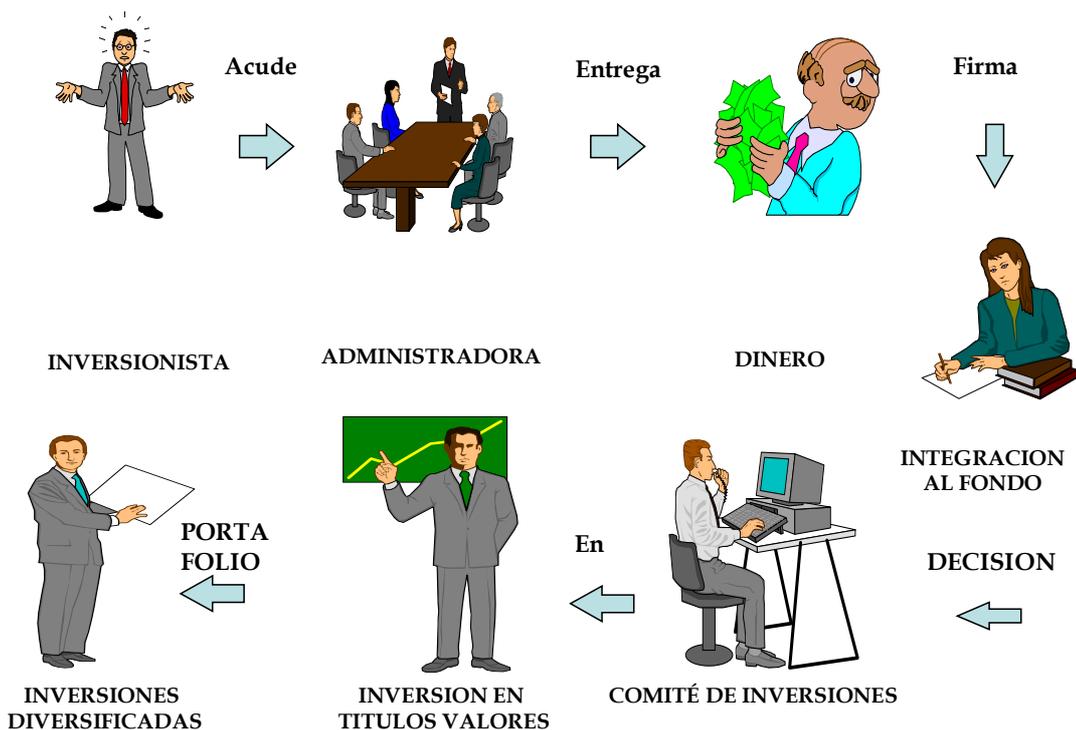
Las administradoras de fondos y fideicomisos constituidas en el Ecuador serán las únicas instituciones autorizadas para manejar o representar Fondos Internacionales; la nueva Ley de Mercado de Valores da paso a tres clases de fondos internacionales:

- a. Los fondos administrados o colectivos constituidos en el Ecuador que recibirán exclusivamente inversiones extranjeras, que sean colocadas en nuestro país. Los rendimientos podrán ser reembolsados en todo momento atendiendo los plazos fijados en sus normas internas.
- b. Los fondos administrados o colectivos constituidos en el Ecuador, por nacionales o extranjeros, para que sean invertidos en títulos valores tanto en el mercado nacional como internacional.
- c. Los fondos constituidos en el exterior, por nacionales o extranjeros, los mismos que podrán actuar en el mercado nacional y estarán constituidos por aportaciones de ecuatorianos o extranjeros.

El único beneficio que la inversión en un fondo administrado podrá reportar a los partícipes, será el incremento que se produzca en el valor de la unidad, como consecuencia de las variaciones experimentadas por el patrimonio del fondo. El valor que perciban los partícipes en el rescate de unidades, será el que resulte de la diferencia entre el valor de adquisición y el de rescate.

En el siguiente gráfico se puede apreciar cuáles son los pasos a seguir al acudir a un fondo de inversión:

Gráfico No. 2 ESQUEMA FONDO DE INVERSIÓN



Fuente: w.w.w.nafibo.com

2.2.4.3 Otros Intermediarios

De acuerdo a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero del Ecuador, se consideran instituciones financieras privadas a las siguientes:

- Bancos
- Sociedades Financieras
- Asociaciones Mutualistas de Ahorro y Crédito para la Vivienda

- Cooperativas de Ahorro y Crédito que realizan intermediación financiera con el público.

A las instituciones de servicios financieros, se les considera las siguientes:

- Almacenes Generales de Depósito
- Compañías de Arrendamiento Mercantil
- Compañías Emisoras o Administradoras de Tarjetas de Crédito
- Casas de Cambio
- Corporaciones de Garantía y Retrogarantía
- Compañías de Titularización

La intermediación financiera, cumple un rol fundamental:

- Reduce los costos de transacciones monetarias
- Proveen un mecanismo de pagos
- Disminuye los problemas creados por:
 - ♣ *La selección adversa:* Es un problema creado por la información asimétrica existente antes de que se produzca la transacción.
 - ♣ *El daño moral:* Es un problema creado por la información asimétrica existente después de que se produzca la transacción. Es el riesgo de que uno de los involucrados haga algo que no le convenga a la otra parte.

2.2.5 DIFERENTES ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO

Existen básicamente dos tipos de financiamiento a los que pueden recurrir las empresas dependiendo de las necesidades:

Financiamiento a corto plazo: Son todas aquellas fuentes de efectivo que cubren las necesidades de liquidez de la empresa en forma inmediata, se utilizan para solventar los pasivos de corto plazo, es decir aquellos a menos de un año.

Las principales fuentes de este tipo de financiamiento son, el financiamiento espontáneo y el mercado de dinero constituido principalmente por la banca comercial.

Financiamiento a largo plazo: Son las fuentes de financiamiento utilizadas para el desarrollo de grandes proyectos o activos a largo plazo. Las principales fuentes de este financiamiento en el Ecuador son la CFN y el mercado de capitales, que es la fuente más barata.

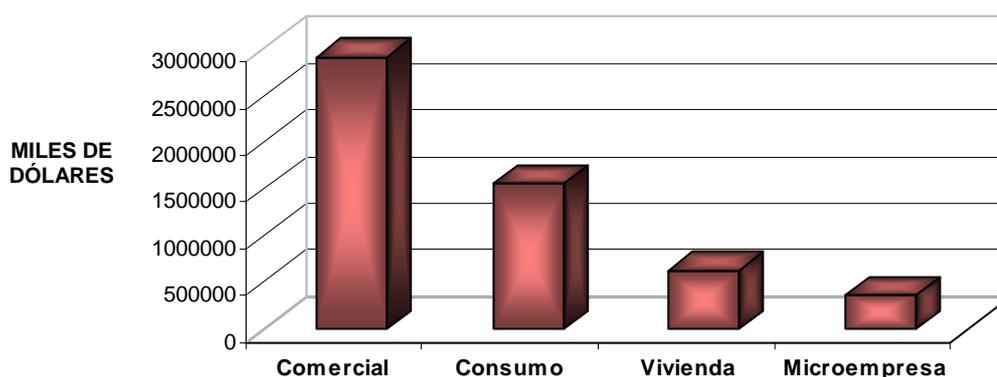
A continuación se mencionarán las alternativas de financiamiento más conocidas, sus características, ventajas y desventajas:

CRÉDITO BANCARIO:

El crédito bancario es una de las maneras más utilizadas por parte de las empresas hoy en día para obtener un financiamiento necesario a corto plazo. (Ver gráfico No. 3)

Gráfico No. 3

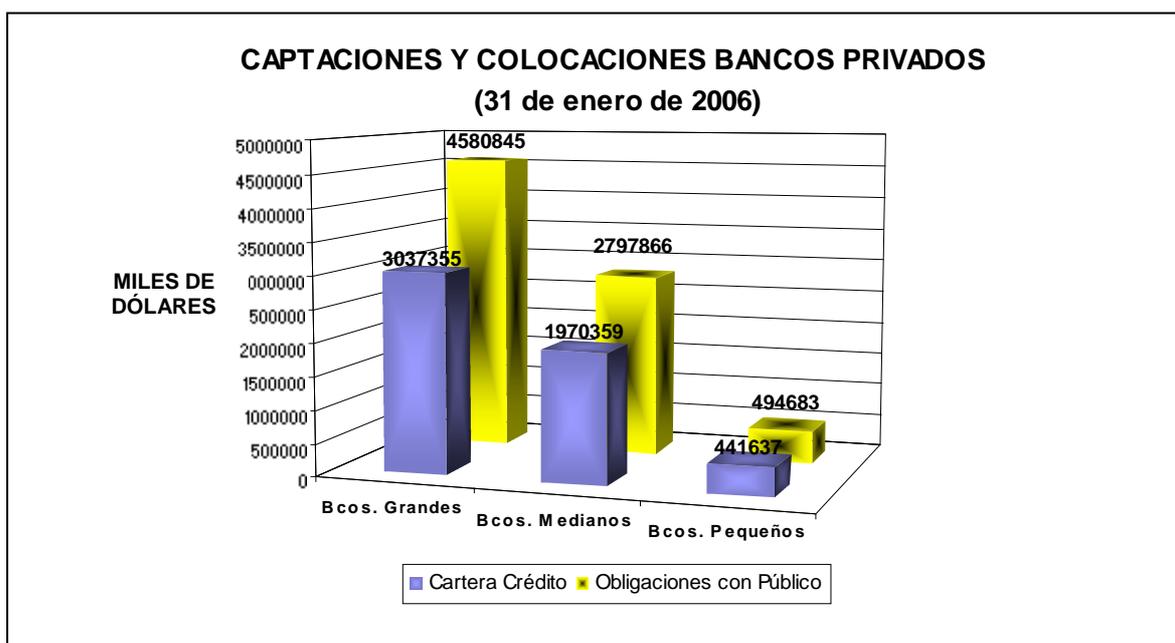
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE CRÉDITO DEL SISTEMA BANCARIO (31 de Enero de 2006)



Fuente: www.infomercados.ec
Elaborado por: Las Autoras

Casi en su totalidad son bancos comerciales que manejan las cuentas de cheques de las empresas y tienen la mayor capacidad de préstamo de acuerdo con las leyes y disposiciones bancarias vigentes y proporcionan la mayoría de los servicios que las empresas requieran. Como la empresa acude con frecuencia al banco comercial en busca de recursos a corto plazo, la elección de uno en particular merece un examen cuidadoso. La empresa debe estar segura de que el banco podrá auxiliar a la empresa a satisfacer las necesidades de efectivo a corto plazo que ésta tenga y en el momento en que se presente. El gráfico No. 4 muestra la cartera de crédito y las obligaciones con el público de los diferentes bancos privados del Ecuador.

Gráfico No. 4



Fuente: www.infomercados.ec

Elaborado por: Las Autoras.

Ventajas:

Si el banco es flexible en sus condiciones, habrá más probabilidades de negociar un préstamo que se ajuste a las necesidades de la empresa, lo cual la sitúa en el mejor ambiente para operar y obtener utilidades. Permite a las organizaciones estabilizarse en caso de apuros con respecto al capital.

Desventajas:

Un banco muy estricto en sus condiciones, puede limitar indebidamente la facilidad de operación y actuar en detrimento de las utilidades de la empresa. Un crédito bancario acarrea tasas activas que la empresa debe cancelar esporádicamente al banco por concepto de intereses.

En el caso de los bancos, las tasas están influenciadas por el componente de intermediación indirecta, ya que al intermediar entre depositantes y prestatarios, el banco asume los riesgos y costos de intermediación, trasladando dichos costos a sus clientes, ocasionando que las tasas pasivas sean más bajas y las activas más altas.

Cuando se va en busca de un préstamo bancario, se debe presentar al funcionario correspondiente los siguientes datos:

- a. La finalidad del préstamo.
- b. La cantidad que se requiere.
- c. Un plan de pagos definido.
- d. Pruebas de la solvencia de la empresa.
- e. Un plan bien trazado de cómo espera la empresa desenvolverse en el futuro y lograr una situación que le permita pagar el préstamo.
- f. Una lista con avales y garantías colaterales que la empresa está dispuesta a ofrecer, si las hay y son necesarias.

En cambio, en el mercado de valores, el empresario que acude a captar dinero sabe ciertamente quien es el inversionista que coloca su dinero en el proyecto o propuesta de la empresa. Por otra parte, al no existir intermediación financiera, no existen los márgenes que los bancos suelen generar tanto por la utilidad como en la intermediación indirecta.

El mercado de valores a más de ser una fuente alternativa de financiamiento, también constituye una fuente de inversión, ya que se puede recurrir a él para invertir (en lugar de efectuar un depósito en cuenta corriente o en certificado de

inversión a plazo determinado) o para captar recursos (en lugar de acudir en busca de un crédito). Dentro de las fuentes a largo plazo se encuentra la titularización que es la base para el desarrollo de esta investigación.

En el mercado existen varias alternativas de inversión y financiamiento, para las empresas y personas que lo deseen, pero únicamente se nombrarán a las principales utilizadas; sobre todo para observar las características y beneficios, que estas tienen, en comparación con el crédito bancario.

Se explicarán las siguientes:

PAPEL COMERCIAL:

El papel comercial son valores emitidos que reconocen o crean una deuda a cargo del emisor.

Características del papel comercial:

- Monto: En función de la garantía.
- Garantía general: 80% del total de activos no gravados excluidos los diferidos.
- Garantía específica: 80% del avalúo.
- Garantía bancaria: cubre el 100% de $K + I$ ⁸.
- Plazo: Hasta 360 días, revolvente.
- Tasa: Fija o reajutable.
- Pago interés y capital: A convenir.
- Sin solemnidad: Contrato privado.

⁸ Donde, K= Capital; I= Inversión.

EMISION DE OBLIGACIONES:

La ventaja que ofrece la emisión de obligaciones en primera instancia son los plazos que por lo general son sobre los 3 años. Otra ventaja es la versatilidad de la deuda, pues se estructura la misma exclusivamente de acuerdo a las necesidades de la empresa y a sus flujos de ingresos y egresos. El financiamiento a través de éste mecanismo se diferencia de un crédito bancario, ya que el capital de los inversionistas llega directamente a la empresa, sin intermediarios, a una tasa de interés mucho más conveniente tanto para el inversionista como para la empresa que recibe el financiamiento.

Los rendimientos financieros que han ofrecido las emisiones autorizadas, en promedio alcanzan un 8%, porcentaje al cual hay que sumarle unos 2 puntos porcentuales por otros costos de emisión, como la calificación de riesgo, pagos del estructurador, etc., que en total suman un 10%, porcentaje que resulta inferior al que cobran los bancos privados.

La financiación mediante obligaciones, en la que la empresa emite sus propios títulos de deuda directamente a los inversores, se ve favorecida por las grandes empresas porque les ofrece una alternativa competitiva a la intermediación de los bancos.

Esta opción resulta más barata y flexible que los préstamos bancarios, con condiciones adaptadas para satisfacer las necesidades concretas del prestatario. El coste de la tramitación de la emisión y el pago continuado de dividendos (en los títulos con cupón) es más reducido tanto para los prestatarios con buena reputación como para las grandes emisiones.

La emisión de obligaciones de sociedades anónimas presenta también ventajas para los bancos, ya que no corren riesgos como en el caso de los préstamos, sino que obtienen sus honorarios de la emisión de las obligaciones, así como márgenes de su negociación.

Por otra parte, el atractivo de una emisión depende también de su liquidez, que está determinada en gran medida por el tamaño de la emisión, que favorece las emisiones de gran volumen. Los inversores institucionales otorgan mucha importancia también a la calidad de la emisión y no están dispuestos a invertir en una pequeña emisión realizada por una empresa desconocida.

Existen varias alternativas de compra que pueden seleccionarse de acuerdo a los propósitos del inversionista, y que se detallan a continuación:

- **En firme:** Compra o venta realizada con precio definido, sin perjuicio de negociarla nuevamente en el mercado secundario.
- **Con opción de venta:** Inversión realizada con la opción de venderse en un plazo determinado, no implicando esto necesariamente la obligatoriedad de cumplir dicha opción.
- **Con pacto de recompra:** Inversión realizada a un plazo determinado en el cual el vendedor se obliga a recomprar la obligación. En este caso la obligatoriedad de cumplir con dicho pacto, proporciona la liquidez al inversionista.

Este renovado interés por los efectos empresariales de elevado rendimiento se ha hecho más interesante para algunos tipos de empresas medianas.

Una alternativa a la emisión de obligaciones cotizadas en bolsa es la posibilidad de utilizar el mercado de la colocación privada de valores en las emisiones de deuda.

EMISIÓN DE ACCIONES:

A través de una emisión de acciones, la empresa puede optimizar su estructura de capital, reduciendo su apalancamiento, y por tanto, sus cargos financieros en una determinada coyuntura esperada de ventas.

Ventajas de la emisión de acciones:

- *Mayor resultado:* Al financiarse a través de aportes de capital, la empresa no genera gastos financieros (al contrario, puede reducirlos), hecho que influye positiva y directamente sobre sus resultados. La empresa no incurre en altos costos financieros al momento de la emisión y al inversionista le ofrece la oportunidad de participar de la empresa y fomentar así el desarrollo de la misma.
- *Mayor solvencia:* Al incrementar su patrimonio, la empresa aumenta su capacidad de endeudamiento.
- *Prestigio:* Una recaudación exitosa implica un alto grado de transparencia en el manejo financiero de la empresa, además de confianza por parte del mercado, en sus resultados proyectados.

Hay dos formas de obtener rendimientos financieros a través de la compra de acciones: por los dividendos distribuidos y por la diferencia de precio desde la compra hasta la venta del título, conocido como ganancia de capital.

La emisión de acciones se convierte en una herramienta para incentivar a los trabajadores con acciones de la propia empresa; las empresas más exitosas han comprobado que dentro de las distintas políticas de incentivos para los empleados que puede llevar a cabo una empresa, se encuentra la de ofrecer a éstos la posibilidad de participar en su capital.

Las acciones de una compañía que cotiza en la bolsa son valoradas por el mercado, lo que resulta ser más objetivo al momento de asignarles un precio y por ende valorar a la empresa. La bolsa incorpora sistemáticamente las expectativas de beneficios en la valoración de las empresas cotizadas.

El precio que alcanzan las acciones de una compañía inscrita en bolsa, no sólo es representativo de la dinámica entre oferta y demanda en el mercado, sino también de la percepción de éste sobre las decisiones tomadas y de los resultados obtenidos por la empresa.

Mediante la emisión de acciones se pueden mejorar las condiciones de negociación ante las instituciones bancarias: al tener mayor patrimonio y una menor relación de apalancamiento, la compañía se convierte en un sujeto de crédito más seguro ante los bancos, además de permitirle enfrentarse a posibles reducciones en sus niveles de ventas o incrementos en las tasas de interés.

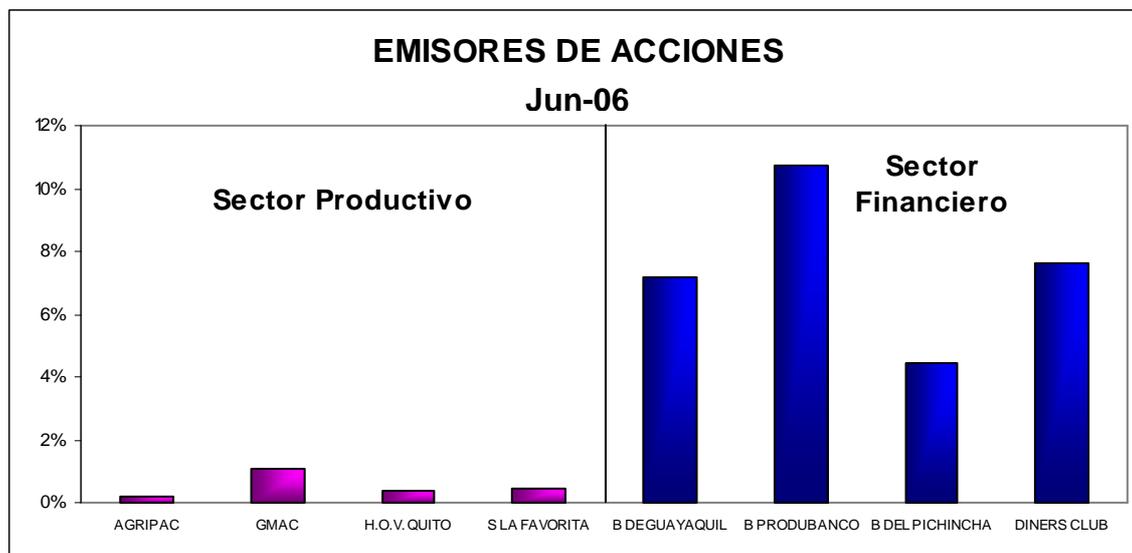
Aporta a la expansión de la empresa características de solidez, flexibilidad y reducción de riesgo financiero, por medio de la emisión de acciones las empresas pueden obtener en el momento más adecuado financiación a través de ampliaciones de capital (emisión de acciones), adicionalmente diversifica la colocación de capital.

Representa una estructura de financiamiento menos riesgosa y se fortalece el patrimonio de la empresa, lo cual mejora la percepción de la misma, al haberse reducido el riesgo asociado a una relación deuda/patrimonio alta. Se maximiza la riqueza de los accionistas y una valoración más objetiva de la empresa.

La vía más importante para incrementar la riqueza de los accionistas es el incremento del precio de sus acciones y el precio de las acciones en la bolsa es el resultado de la percepción y expectativas que los inversionistas tienen sobre la gestión presente y el futuro de la empresa.

Entre los emisores de acciones con mayor capitalización en el mercado nacional se encuentran: Agripac S.A., GMAC del Ecuador S.A., H.O.V. Hotelera Quito S.A., Supermercados La Favorita, del sector productivo y Banco de Guayaquil S.A., Banco de la Producción S.A. Produbanco, Banco del Pichincha C.A. y Diners Club del Ecuador S.A. del sector financiero, como lo muestra el Gráfico No. 5.

Gráfico No. 5



Fuente: Superintendencia de Compañías.

Elaborado por: Las Autoras.

EMISIONES A TRAVÉS DE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN:

Los cambios al nivel de regulaciones en el mercado, permiten el financiamiento de las empresas a través de procesos de titularización, este nuevo mecanismo consiste en la cesión irrevocable de activos de la empresa a un patrimonio autónomo con el objetivo de emitir valores respaldados por este patrimonio.

Ventajas:

- *Mayor liquidez:* Permite acceder a liquidez mediante la aceleración de los flujos futuros, la reducción de activos fijos ó el aumento de la rotación de activos.
- *Endeudamiento:* No existen restricciones ante instituciones de crédito, este tipo de financiamiento encaja a los flujos de la empresa, mejora el indicador de endeudamiento.

- *Activos improductivos*: Disminuyen recursos ociosos y mejora los índices de rentabilidad.
- *Mejores tasas y plazos*: Acceso a tasas preferenciales y al plazo de financiamiento necesarios.
- *Crecimiento*: No requiere de incremento en patrimonio o endeudamiento adicional, facilita la inversión en nuevos proyectos. Otorga la facilidad de financiar la reconversión industrial y reestructuraciones.
- *Riesgo*: Transferencia de parte o todo el riesgo del mercado, equilibra la estructura de plazos de activos o pasivos. La calificación de títulos es independiente de la situación de la empresa originadora por lo que usualmente se obtiene una mejor calificación.

En el cuadro No. 2 se muestran las principales características de las diferentes alternativas de financiamiento.

Cuadro No. 2

CARACTERÍSTICAS DE LAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO

ALTERNATIVAS	PLAZO	MONTO
PAPEL COMERCIAL	1 AÑO	HASTA 2 MM
OBLIGACIONES	1 – 3 AÑOS	2 – 5 MM
TITULARIZACIÓN	+ 3 AÑOS	+ 5 MM

Elaborado por: Las Autoras

2.2.6 DESINTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Comprende todos los mecanismos mediante los cuales las empresas o corporaciones logran abaratar el costo del financiamiento, buscando cerrar la brecha entre las tasa activas y pasivas del sistema financiero.

La clasificación de los entes que intervienen fuertemente en valores de las empresas mercantiles son: en primer término las instituciones de depósito como son los bancos comerciales, los cuales reciben depósitos a la vista y a plazo, y a su vez, realizan préstamos e inversiones. En segundo lugar menciona a las compañías de seguros, las cuales con los fondos recibidos como pagos de primas establecen reservas que, junto con su capital se invierten activos financieros.

Existen otros intermediarios financieros como los fondos de pensiones y otros fondos de jubilación, que se establecen para brindar ingresos a las personas cuando se retiran. Debido a la naturaleza de largo plazo de sus pasivos, los fondos de pensiones se encuentran en posibilidad de invertir en valores a más largo plazo, y como resultado de esto, invierten fuertemente en bonos y acciones de las empresas.

Finalmente se menciona a los agentes financieros que llevan a cabo una función de corretaje, reuniendo a quienes necesita fondos con aquellos que tienen ahorros, no realizando una función directa de préstamo, sino que más bien igualan la oferta y demanda de fondos. Debido a que los banqueros de inversión se dedican continuamente a reunir a los usuarios de los fondos con los proveedores de los mismos, pueden vender las emisiones de un modo más eficiente que las compañías emisoras. Por este servicio la banca de inversión (Casa de Valores) recibe un honorario bajo la forma de la diferencia entre el importe recibido de la venta de valores al público y el importe de pagado a la compañía.⁹

⁹ James. C. Van Horne, FUNDAMENTOS DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA., Sexta Edición, De. Prentice Hall Hispanoamérica, México, 1988, Pág. 33 y 37.

El mundo financiero ha sido inundado en los últimos años por un sinnúmero de innovaciones que los han provisto de una enorme diversidad de productos. En cambio en las formas de financiamiento, que de manera general, se pueden resumir como un mercado de proceso de desintermediación con la consiguiente disminución de los negocios bancarios tradicionales y la consecuente expansión de los mercados de capitales, marca esta transformación e impulsa a la búsqueda de nuevas formas operativas y nuevos instrumentos.

Este proceso de desintermediación financiera se ve reflejado en los últimos años por el considerable aumento de los títulos por parte de los tomadores de fondos, ya sean obligaciones comerciales, papel comercial, etc., o en el exterior por la aparición de los futuros financieros, los derivados, los eurobonos, los papeles comerciales, los derechos fiduciarios y los “securitized assets” o titularización de activos.¹⁰

Algunos economistas sostienen la necesidad de que los entes de desintermediación financiera, coadyuven en el movimiento hacia los nuevos instrumentos de financiación y de inversión como son las obligaciones, la titularización, el papel comercial, documentos de renta variable, etc., a fin de obtener una mayor gama de alternativas de colocación de los recursos.

2.2.7 INDUSTRIA DE LA CONSTRUCCIÓN

La industria de la construcción es un sector importante en las economías en vías de desarrollo, para lo cual los materiales básicos que utilizan se encuentran disponibles nacionalmente, y su valor radica sobretudo en el elevado componente de trabajadores que la construcción utiliza, transformándolos en contribuyentes económicos como: productores y luego como consumidores que de otra manera serán rezagados y constituirán el pasivo social de éstos países.

¹⁰ Diana Mondito, LA SECURITIZACIÓN Y LA CALIFICACIÓN DE RIESGO, Pág. 68-80, Artículo dentro de la publicación: LA EXPANSION DEL MERCADO DE CAPITALES A TRAVES DE LA SECURITIZACION, Tucumán, Argentina, 1994.

La construcción es valorada en las economías por la infraestructura que otorga a otras áreas, es así como la actividad abarca campos muy variados desde la construcción de viviendas y su infraestructura, hasta la ejecución de las instalaciones para la producción de energía, las grandes obras de riego, los sistemas de construcciones y las construcciones de plantas industriales.

También forman parte de éste sector las empresas proveedoras de materiales especializados, así como las oficinas de cálculo y diseño. Toda ésta multiplicidad de actividades que encajan dentro del término construcción, fomentan la infraestructura social y económica que en gran medida acelera o frena el desarrollo económico de los países.

En los países subdesarrollados el déficit habitacional es muy alto, y la necesidad de infraestructura básica es bastante fuerte, por tanto el gasto público en construcción se convierte en un instrumento de desarrollo económico, no sólo por el tipo de bien que entrega por el tipo de bienes que demanda, lo cual provoca la creación de nuevas industrias dedicadas a materiales de construcción, lo que abre nuevas fuentes de empleo y demanda otro tipo de productos.

Cualquier cambio significativo en el bienestar, se logrará con una planificación acertada del medio, para lo cual la participación de la construcción y de otros sectores es necesaria en la economía.

En una economía en desarrollo como la del Ecuador, el sector de la construcción presenta un papel estratégico en la canalización y movilización interna de los recursos humanos y naturales. Sus efectos multiplicadores son importantes tanto en la generación de industrias auxiliares con la rama, como la utilización de recursos financieros que los transforma en significativa capitalización para el país, pero su característica más relevante es la utilización del factor humano deserto del campo ocasionado por la movilización social resultado del crecimiento económico.

Las dos condiciones principales para la introducción de un sector dominante de crecimiento, son la gran demanda y la capacidad de movilizar recursos internos para atender a la demanda. La construcción es uno de los sectores económicos que internamente tiene estas características:

- Utiliza un alto porcentaje de recursos nacionales.

- Fomenta una mayor movilización de ahorro interno que se traducen en una creación de recursos financieros que en definitiva han servido para promover el desarrollo, además las actividades han estado apoyadas en formas novedosas de crédito, prestaciones hipotecarias y otros.

La construcción al movilizar los recursos de capital y los recursos humanos, conjuntamente con otras áreas industriales, ha tendido a acentuar la característica de la polarización al crear centros dominantes.

Los centros de gran concentración económica y geográfica, como Quito y Guayaquil, han promovido más construcción y mejoras para poder mantener aceptables condiciones de funcionamiento urbano, a la vez que estos dos centros han sido favorecidos por las obras de desarrollo realizadas. Estos requerimientos se traducen en la creciente necesidad de recursos para inversión en pavimentación, vías de descongestionamiento urbano, agua potable, alcantarillado, comunicaciones, eliminaciones de residuos, etc. Programas con los cuales la actividad constructora está vinculada.

Por ésta razón, los recursos financieros deberán mobilizarse en base a transferencias del sector público para dotar de infraestructura económica a las actividades que el proceso desarrolla, a la vez que la movilización de los recursos humanos deben estar amparados por la infraestructura necesaria en vivienda, equipamiento sanitario, que asegure condiciones de vida favorables que se traduzcan en estímulo para el habitante.

La estructura de ocupación que tiene el Ecuador es una de las características de los países de menor desarrollo; esto es, un exceso de mano de obra en las fases primarias de la producción como la agricultura, y también en varias subramas secundarias como la manufactura y la construcción.

Estructura y Conformación:

Un proyecto inmobiliario se estructura mediante la vinculación de un grupo de personas con intereses comunes en llevar adelante una idea. Generalmente existe el dueño de un inmueble (persona natural o jurídica), el dueño de la idea (quien concibe exactamente el tipo de producto inmobiliario a ofertar y el mercado al cual se dirigirán), el equipo de soporte técnico (constructor, gerente de proyecto, etc.) y la persona que manejará las ventas; a todos ellos se los denomina: Grupo Promotor de un proyecto inmobiliario.

Una vez concebido el proyecto, su estructuración atraviesa por las siguientes etapas:

- Etapa Previa, donde se tramitan y obtienen los permisos necesarios para el adelanto del proyecto, se obtienen los recursos necesarios para su apalancamiento, se consiguen inversionistas, propietarios de terrenos, se realizan los estudios técnicos que validan el proyecto, e incluso los estudios de mercado que permitirán medir la aceptación del bien a ofertar en el mercado.
- Etapa de Construcción, donde se inicia el desarrollo y la construcción del proyecto como tal; en ésta etapa se invierten los recursos en el proyecto, y paralelamente se inicia la venta de las unidades ofertadas.

Finalmente una vez concluida la obra, se inicia la etapa de conformación de escrituras de las unidades resultantes del proyecto.

2.2.7.1 Principales involucrados en el Sector de la Construcción

En cuanto a su conformación, es importante señalar que el mercado formal de bienes raíces en el Ecuador, se encuentra conformado por: oferentes, demandantes e intermediarios.

OFERENTES:

- *Promotores.*- Inversionistas que juntan sus capitales con la finalidad de promover el desarrollo de un proyecto inmobiliario en las distintas fases de ésta actividad: formulación del Proyecto, consecución de los terrenos, obtención de financiamiento y ejecución. Es muy frecuente que el grupo promotor abarque íntegramente todo este ciclo, articulando sus distintas etapas.
- *Constructores.*- Su función fundamental es la ejecución de obras contratadas por el promotor (cuando se trata de un promotor que no construye), o enfocados hacia el desarrollo de proyectos propios sin mayor promoción, pero que van cambiando paralelamente su avance con una paulatina demanda.
- *Inmobiliarias Constructoras.*- Empresas dedicadas a la construcción y posterior explotación de las unidades construidas, mediante la venta o arrendamiento. La diferencia con las empresas inmobiliarias comercializadoras radica en que éstas últimas se orientan exclusivamente hacia la compra venta de bienes inmuebles.
- *Corredores de Bienes Raíces.*- Se trata de personas naturales que por cuenta propia participan en operaciones de compra-venta o arrendamiento de bienes inmuebles.
- *Particulares.*- Dueños de una casa, departamento u otro bien inmueble que lo ofrecen directamente al mercado en venta o arriendo.

Los promotores y constructores ofertan única y exclusivamente bienes inmuebles nuevos, los demás partícipes trabajan también con unidades usadas o depreciadas.

DEMANDANTES:

En éste grupo hay que distinguir entre quienes buscan vivienda, y quienes desean adquirir locales comerciales, oficinas, lotes urbanizados, membresías, etc.

La demanda de vivienda está caracterizada por dos fenómenos:

1. La situación económica del comprador (mercado popular, mercado de clase media, mercado de ingresos altos).
2. La etapa denominada “ciclo de la familia”, punto de vista desde el cual la demanda real proviene de hogares jóvenes conformados por 4 o 5 miembros, quienes conforman la demanda potencial en el mercado inmobiliario.
La demanda de locales comerciales, oficinas y otros suele ser la más afectada en épocas de crisis, pero también la de reacción más rápidas en etapas de reactivación.

INTERMEDIARIOS:

- *Intermediación Real:* Inmobiliarias que vinculan a oferentes y demandantes a través de la comercialización de proyectos.
- *Intermediación Financiera:* Mutualistas y bancos, quienes otorgan créditos destinados a la compra, construcción, ampliación o remodelación de bienes inmuebles.
- *Mix de Servicios de Intermediación real y financiera:* Ofrecidos por nuevos actores en el mercado inmobiliario, quienes organizan la demanda y oferta de productos y la vinculan con las alternativas de financiamiento.

CAPÍTULO III

FIDUCIA Y TITULARIZACIÓN

3.1 FIDUCIA

Fiducia significa fe, confianza. La fiducia es un mecanismo esencialmente flexible, que permite realizar todas las finalidades lícitas que las necesidades o la imaginación de los clientes determinen.

Mediante la fiducia una persona natural o jurídica llamada FIDEICOMITENTE entrega a un FIDUCIARIO uno o más bienes, dineros y/o valores concretos, despojándose o no de la propiedad de los mismos, con el objeto de que dicha fiduciaria cumpla una determinada finalidad, en provecho del mismo fideicomitente, o de quien éste determine, éste último se llama BENEFICIARIO. No obstante, en algunos casos, la entrega de bienes a la fiduciaria no es esencial.

Como consecuencia de la fiducia, una entidad especializada y profesional, la Fiduciaria (Administradoras de Fondos y Fideicomisos), se compromete a realizar su mejor esfuerzo para conseguir la finalidad que le señala su cliente, con los bienes recibidos para tal efecto.

Cuando el negocio fiduciario implica la transferencia de la propiedad de los bienes, se habla de fiducia mercantil, en caso contrario, se trata de encargos fiduciarios.

3.1.1 ELEMENTOS PRINCIPALES EN LA FIDUCIA

En la fiducia mercantil intervienen dos elementos: objetivos (bienes del fideicomiso y las solemnidades); y tres partícipes claramente diferenciados, los subjetivos (fideicomitente o fiduciante, fiduciario y beneficiario o fideicomisario).

3.1.1.1 Elementos Subjetivos

Los elementos subjetivos en una relación jurídica son los que relacionan a los titulares de los derechos y obligaciones, es decir, a quienes participan en el contrato. Los elementos subjetivos o intervinientes en el fideicomiso mercantil son:

- **Constituyente o Fideicomitente:** Es la persona natural o jurídica, que tenga la capacidad necesaria para transferir bienes por medio de un contrato de fideicomiso mercantil a un patrimonio autónomo para que la fiduciaria, que es su administrador, cumpla con las instrucciones señaladas en el contrato, a fin de lograr las finalidades propuestas.

El constituyente determinará los encargos, las instrucciones y las limitaciones a las acciones a tomarse sobre los bienes que pasen a formar parte del patrimonio autónomo.

Es la persona individual o colectiva, pública o privada que, teniendo capacidad para ello, transfiere al fiduciario el bien o bienes de su propiedad para que este los administre o los maneje en concordancia con un interés en favor de un tercero llamado "beneficiario" el cual puede ser el mismo fideicomitente.

- **Fiduciario:** Es la persona que en calidad de representante legal, administra el patrimonio autónomo al cual el constituyente transfirió la propiedad del bien, con la obligación de cumplir las finalidades específicas estipuladas en el contrato de constitución, a favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario. Solamente pueden ser fiduciarias las Administradoras de fondos y fideicomisos, bajo el control de la Superintendencia de Compañías y la Corporación Financiera Nacional.
- **Beneficiario o Fideicomisario:** Es la persona natural o jurídica, que existe o se espera que exista, que recibirá los beneficios de los bienes del fideicomiso, puede ser el mismo constituyente o la persona o personas que éste designe.

La constitución de un fideicomiso otorga respuesta, confianza, certidumbre y seguridad jurídica en las operaciones que a través de otras figuras tradicionales, no pudieran alcanzarse en cumplimiento de los actos, derechos y acciones necesarios, para la consecución de los fines del fideicomiso, creando con ello un patrimonio autónomo y diferente al del fiduciario, constituyente y beneficiario.

3.1.1.2 Elementos Objetivos

El elemento objetivo del contrato de fideicomiso mercantil, es su patrimonio.

PATRIMONIO AUTÓNOMO:

El Patrimonio Autónomo es el conjunto de derechos y obligaciones afectados a una finalidad y que se constituye como efecto jurídico del contrato, también se denomina fideicomiso mercantil; así, cada fideicomiso mercantil tendrá una denominación peculiar señalada por el constituyente en el contrato a efectos de distinguirlo de otros que mantenga el fiduciario con ocasión de su actividad.

Cada patrimonio autónomo (fideicomiso mercantil), está dotado de personalidad jurídica, siendo el fiduciario su representante legal, quien ejercerá tales funciones de conformidad con las instrucciones señaladas por el constituyente en el correspondiente contrato.

Este patrimonio está conformado por los bienes o activos cedidos por una o más personas individuales o colectivas (originador), con la expresa instrucción de emitir valores. Los bienes y/o activos destinados a constituir el patrimonio autónomo deben estar separados de manera efectiva del patrimonio de la empresa originadora.

La denominación de autónomo o de propósito exclusivo de este patrimonio, obedece a que constituye uno distinto al de los demás participantes del proceso.

En efecto, es distinto al del originador porque se excluye de éste; de la Administradora, la que se limita a actuar y ejercitar como si fuese propietario pero sin serlo ni confundirlo con su propio patrimonio; de los inversionistas, a quienes tampoco pertenece el patrimonio autónomo, sino que ellos tienen ciertos derechos derivados de éste; y distinto también de la persona en cuyo favor quedará el remanente ó a quien se le entregará al finalizar el proceso, de ser el caso, quien no es su propietario durante este proceso.

El Patrimonio Autónomo se constituye mediante:

- *Contrato de Cesión Irrevocable de Bienes o Activos*, suscrito entre el cedente (originador) y la Sociedad de Titularización, que determina la cesión de los bienes o activos.
- *Declaración Unilateral de Cesión*, efectuada por la Sociedad de Titularización, cuando los bienes o activos que constituirán el Patrimonio Autónomo, hayan sido adquiridos por ésta para ser titularizados.

La Administradora de Fondos y Fideicomisos está obligada a contabilizar por separado cada Patrimonio Autónomo que administre.

El fideicomiso puede constituirse por actos entre vivos, es decir, mediante un instrumento público y con inscripción en el registro de la propiedad si se compromete un inmueble, o por acto testamentario, sujetándose a todas las solemnidades de un testamento.

Características del Patrimonio Autónomo:

- *Independencia del Patrimonio Autónomo*, implica que es distinto y se mantiene separado de los patrimonios del constituyente, fiduciaria y beneficiario, sin embargo, el fiduciario se mantiene con facultades suficientes para cumplir con los objetivos señalados en el contrato, sujeto a los límites establecidos por el constituyente para realizar actos de administración.

El fideicomiso mercantil también será separado e independiente de los patrimonios de otros fideicomisos mercantiles, encargos fiduciarios y fondos de inversión que administre el fiduciario.

Esta característica conlleva a que el fiduciario lleve contabilidad separada de cada negocio fiduciario o fondo de inversión que administre. La irrevocabilidad del fideicomiso mercantil garantiza la independencia del patrimonio autónomo, al no permitir al constituyente del fideicomiso mercantil que por su exclusiva voluntad, deje sin efecto la transferencia de dominio realizada.

- *La Inembargabilidad del patrimonio autónomo*, por parte de acreedores del constituyente, fiduciario o beneficiario, es consecuencia de la característica de independencia.

“Los bienes del fideicomiso mercantil no pueden ser embargados ni sujetos a ninguna medida precautelatoria o preventiva por los acreedores del constituyente, ni por los del beneficiario, salvo pacto en contrario previsto en el contrato. En ningún caso dichos bienes podrán ser embargados ni objeto de medidas precautelatorias o preventivas por los acreedores del fiduciario. Los acreedores del beneficiario, podrán perseguir los derechos y beneficios que a éste le correspondan en atención a los efectos propios del contrato de fideicomiso mercantil”.¹¹

- *Personalidad Jurídica*, el fideicomiso al tener personalidad jurídica es una persona jurídica, por tanto, es relativamente incapaz, por lo que requiere de una persona natural que la represente legalmente. En este caso su representante legal, por mandato de ley, es la fiduciaria, la que a su vez está representada por una persona natural.

¹¹ Artículo 121 de la Ley de Mercado de Valores

3.1.2 NEGOCIOS FIDUCIARIOS

Los Negocios Fiduciarios son 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 con ellos una finalidad específica, bien sea en beneficio del constituyente o de un tercero. “Si hay transferencia de la propiedad de los bienes, el fideicomiso se denominará mercantil, particular que no se presenta en los encargos fiduciarios, también instrumentados con apoyo en las normas relativas al mandato, en los que sólo existe la mera entrega de los bienes.”¹²

3.1.2.1 Tipos de negocios fiduciarios:

Los negocios fiduciarios se dividen en dos clases:

1. *Encargo Fiduciario*, negocio fiduciario en el que hay entrega de bienes pero no transferencia de propiedad.
2. *Fideicomiso Mercantil*, negocio fiduciario en el que hay transferencia de propiedad.

3.1.2.1.1 Encargo Fiduciario

En este contrato se presentan los elementos subjetivos del contrato de fideicomiso mercantil, pero a diferencia de éste no existe transferencia de bienes de parte del constituyente que conserva la propiedad de los mismos y únicamente los destina al cumplimiento de finalidades instituidas de manera irrevocable. Consecuentemente, en los encargos fiduciarios, no se configura persona jurídica alguna.

¹² Artículo 112 de la Ley de Mercado de Valores

Cuando por un encargo fiduciario se hayan entregado bienes al fiduciario, éste se obliga a mantenerlos separados de sus bienes propios así como de los fideicomisos mercantiles o de los encargos fiduciarios que mantenga por su actividad, aplicando los criterios relativos a la tenencia y administración diligente de bienes de terceros.

“De acuerdo a su finalidad, entre otros, los encargos fiduciarios pueden ser de gestión, inversión, tenencia o guarda y enajenación. Los encargos fiduciarios que prevean contar con constituyentes adherentes y manejen un portafolio de inversión...”¹³

3.1.2.1.2 Fideicomiso Mercantil

Es una relación contractual por la cual una persona natural o jurídica, legalmente capaz, llamada constituyente transfiere bienes a un patrimonio autónomo, administrado por un fiduciario, quien se obliga a cumplir las instrucciones, de forma prudente y diligente, en favor del mismo constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

El fideicomiso mercantil es un negocio altamente sofisticado y eficiente, con la capacidad de adaptarse, y llevar a cabo los objetivos deseados, guardando siempre, como propósito principal la protección de los bienes que le han sido encomendados.

Cualquier persona natural o jurídica con capacidad legal para contratar, puede constituir un fideicomiso. El costo de los fideicomisos se ajusta al tipo de negocio y la complejidad del mismo.

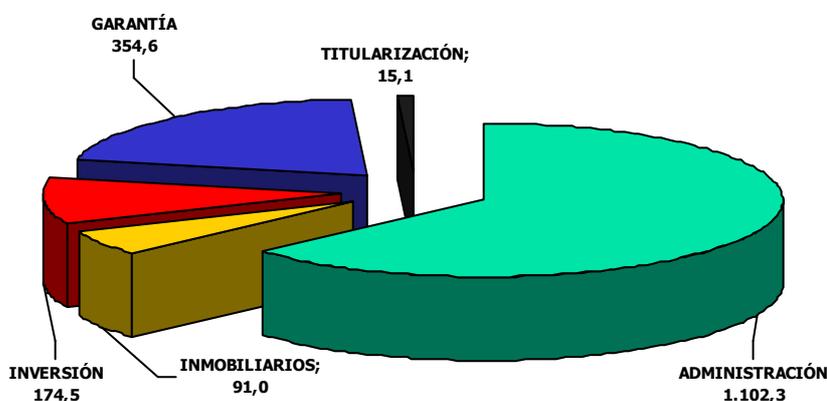
“Por el contrato de fideicomiso mercantil una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporales, que existen

¹³ Artículo 21 de la Ley de Mercado de Valores

o se espera que existan, a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario”¹⁴

Gráfico No. 6

FIDEICOMISOS INSCRITOS (Abril 2005)
Millones de dólares



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: Las Autoras

El gráfico No. 6 muestra el monto total de fideicomisos inscritos hasta el año 2005, que asciende a US\$ 1.737,5 millones, de los cuales más del 50% pertenecen a fideicomisos de administración, que tiene mayor acogida en el mercado ecuatoriano. Solamente US\$ 15,1 millones pertenecen a procesos de titularización, la cual ha ido evolucionando a partir del año 2003, mostrando aceptación en el mercado.

¹⁴ Artículo 109 de la Ley de Mercado de Valores

MODALIDADES DEL FIDEICOMISO MERCANTIL

➤ FIDEICOMISO DE GARANTÍA:

Es aquel en virtud del cual el constituyente transfiere de manera irrevocable la propiedad de uno o varios bienes a título de fideicomiso mercantil al patrimonio autónomo, para garantizar con ellos y/o con su producto, el cumplimiento de ciertas obligaciones, designando como beneficiario al acreedor de éstas, quien en caso de incumplimiento puede solicitar a la fiduciaria, la realización o venta de los bienes fideicomitados para que con su producto se pague el valor de la obligación o el saldo insoluto de ella, de acuerdo con las instrucciones previstas en el contrato.

El fideicomiso de garantía sirve de cobertura adecuada para las Instituciones Financieras de conformidad con las Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros, y de la Junta Bancaria. Se controlan las garantías en propiedad del fideicomiso hasta que se cumpla el objeto del contrato o se inicie la ejecución de la garantía. Aísla patrimonialmente los bienes del deudor en caso de quiebra del deudor o de medidas cautelares dictadas en contra del deudor.

Permite al deudor sindicarse con nuevos acreedores que pueden ser garantizados simultáneamente con los mismos bienes entregados al fideicomiso. Facilita al deudor la rotación de los acreedores en virtud de que puede solicitar el ingreso de nuevos acreedores, en lugar de otros a los que ha cancelado sus obligaciones.

Ayuda a la realización de la garantía para el acreedor a valores de mercado por medio de un procedimiento ágil y extrajudicial sin los costos, demoras y manejos especulativos que pueden presentarse en las subastas judiciales. Permite al acreedor agilizar la recuperación del capital y en consecuencia la rentabilidad del negocio de crédito. Esta modalidad es una de las más utilizadas en el financiamiento de proyectos de infraestructura.

Ventajas con respecto a otras garantías:

- ✓ *Es mucho más rápida:* Puede tomar entre dos a cuatro meses dependiendo de los plazos estipulados en el procedimiento convencional de ejecución.
- ✓ *Es más confiable:* No está sometida a procedimientos en los cuales intervienen jueces o árbitros que podría pronunciarse en contra de la ejecución del crédito.
- ✓ *Es más segura:* En virtud de que los bienes y derechos son de propiedad de un Fideicomiso Mercantil, no son susceptibles de ser embargados o prohibidos de enajenar por deudas del propio constituyente o del deudor.

Tipos de fideicomisos en garantía:

- ✓ ***Fideicomiso de títulos valores:*** El objeto del fideicomiso es garantizar con los títulos valores transferidos a título de fiducia mercantil, o con el producto de su venta, el cumplimiento de ciertas obligaciones a cargo del constituyente o de terceros, designando como beneficiario al acreedor de éstas, quien puede solicitar a la fiduciaria la realización o venta de los bienes fideicomitados, para que con su producto, se pague el valor de la obligación o el saldo insoluto de ella, según lo establecido en el contrato.
- ✓ ***Fideicomiso de bienes inmuebles:*** El objeto del fideicomiso es garantizar las obligaciones del constituyente con el beneficiario, hasta el monto determinado por él o los acreedores, basándose en el avalúo del bien.
- ✓ ***Fideicomiso de cartera:*** El objeto es garantizar obligaciones contraídas con el beneficiario, por parte del constituyente hasta por el monto determinado por el acreedor, sobre la base del valor presente de la cartera, menos un porcentaje previamente determinado que servirá para cubrir la cartera vencida e incobrable.

➤ **FIDEICOMISO DE ADMINISTRACIÓN:**

El Fideicomiso de Administración es aquel por el cual, el constituyente aporta bienes o derechos a un fideicomiso mercantil con la finalidad de que la fiduciaria realice actividades de administración o gestión determinadas.

Los fideicomisos de administración y gestión más simple, se constituyen sólo para que se mantenga la propiedad de bienes o derechos, excluyendo a la fiduciaria de realizar o controlar aspectos administrativos, tales como la celebración de contratos de aprovechamiento económico, el mantenimiento, la vigilancia de los bienes aportados, etc.

Los fideicomisos de administración y gestión más complejos, son aquellos que requieren la realización de diferentes actividades productivas. Así, un fideicomiso mercantil podría constituirse con el objeto de dedicarse a la producción de bienes, al desarrollo de actividades agrícolas, al comercio de determinadas mercaderías, etc.

Clases de Fideicomisos de Administración:

Debido a la amplia gama de fideicomisos que pueden existir dentro de esta definición, es necesario señalar las clases que son utilizadas más frecuentemente:

- ✓ **Fideicomiso de pago condicionado:** Es aquel en que los constituyentes realizan negociaciones de todo tipo y aportan los bienes o derechos involucrados en tales transacciones, con la finalidad de que una vez cumplidas en forma irrestricta las condiciones determinadas en el contrato, se realice el pago, o que en caso contrario, tanto el dinero cuanto los bienes o derechos transferidos se restituyan a los que los aportaron.
- ✓ **Fideicomiso de administración de flujos de fondos:** Es aquel en que el constituyente aporta los derechos a recibir por los pagos provenientes de

cartera, contratos o de cualquier otra obligación, a fin de que la fiduciaria administre los recursos dinerarios que reciba el fideicomiso mercantil, los invierta y realice pagos a favor de instituciones del sistema financiero, acreedores, proveedores u otros terceros.

- ✓ **Fideicomiso de administración para dación en pago:** Es aquel en que el constituyente aporta bienes, para posteriormente proceder a ceder los derechos fiduciarios derivados del fideicomiso mercantil, en pago de créditos u otras obligaciones que él u otros terceros mantengan a favor de una institución del sistema financiero o de otros acreedores.

- ✓ **Fideicomiso de administración para venta:** Es aquel en que el constituyente aporta bienes, para que la fiduciaria contrate a los corredores y realice las gestiones necesarias para obtener la venta de éstos a favor de terceros, utilizando los recursos dinerarios que obtenga en el pago de créditos u otras obligaciones que él u otros terceros mantengan a favor de una institución del sistema financiero o de otros acreedores.

Características y beneficios del Fideicomiso de Administración:

1. *Diversidad de objeto y de actividades:* Este tipo de fideicomiso es el más general o amplio, puesto que dependiendo del objeto y de la cantidad de actividades que requiera realizar el fideicomiso mercantil, éste podrá comprender desde una administración y gestión simple hasta una administración y gestión compleja.

2. *Instrucciones adicionales de administración:* Según la complejidad del objeto y de las actividades del fideicomiso mercantil, podrá ser necesario que además de cumplir con las instrucciones del contrato, se deba contar con las que imparta el constituyente, beneficiario o de cualquier otro organismo colegiado.

➤ FIDEICOMISO DE INVERSIÓN:

Se entiende por fideicomiso de inversión aquella actividad en la cual las entidades reciben sumas de dinero de sus clientes y las destinan a su adquisición de determinados títulos de inversión, de acuerdo con el encargo fiduciario. Los constituyentes aportan sumas de dinero al fideicomiso mercantil, con la finalidad de que sean invertidos en provecho de beneficiarios o de terceros.

Generalmente, el fideicomiso mercantil surge por necesidades de los inversionistas, tales como:

- ✓ Dotar de personalidad jurídica a fondos que desean o deben constituir las empresas a favor de sus empleados o de terceros;
- ✓ Crear un fondo en beneficio de parientes o de personas relacionadas familiar o comercialmente;
- ✓ Realizar inversiones conjuntas en determinados sectores de la economía (Ej.: construcción, agricultura, minería, etc.); y,
- ✓ Efectuar inversiones con dineros que posteriormente su utilización esté condicionada a un destino específico.

Es fundamental que se determine el tipo de títulos valores, proyectos productivos u otros en los que se podrán realizar las inversiones por parte de la fiduciaria, así mismo es necesario que se indique si las decisiones de inversión serán autónomas bajo directrices generales del constituyente o dependerán de instrucciones específicas del constituyente, beneficiario o de cualquier otro organismo colegiado.

A falta de esta estipulación, en aquellos fideicomisos de inversión en valores que contemplen la existencia de constituyentes adherentes, las inversiones se sujetarán a límites determinados en la ley.

Ventajas del fideicomiso de inversión:

- ✓ *Seguridad:* Debido a que proporciona protección a los recursos aportados por los inversionistas porque los bienes del fideicomiso mercantil no pueden ser retenidos ni secuestrados por deudas de los constituyentes, beneficiarios o de terceros.

- ✓ *Administración Profesional:* La fiduciaria en su rol de administrador del fideicomiso mercantil, así como por su experiencia en el manejo de fondos de inversión, es un especialista en el análisis de las condiciones del mercado en sectores financieros y no financieros, por lo que puede prestar asesoría para la toma de decisiones por parte de los inversionistas donde se logre una adecuado equilibrio entre riesgo a través de la diversificación y rentabilidad.

➤ **FIDEICOMISO INMOBILIARIO:**

El Fideicomiso Inmobiliario es el contrato por el cual se transfiere un bien inmueble y recursos financieros a un fondo para que éste los administre con la finalidad de desarrollar un proyecto inmobiliario, de acuerdo con las instrucciones señaladas en el contrato, transfiriendo al final del proceso los bienes inmuebles construidos a quienes resulten beneficiarios.

La característica común a todos los fideicomisos inmobiliarios es la transferencia de un terreno con el fin principal de desarrollar sobre el mismo un proyecto de construcción que puede ser de uso comercial, oficinas, vivienda o infraestructura en general.

Si el proyecto de construcción desde su inicio no está totalmente financiado o si depende del resultado de las ventas para avanzar, el fideicomiso inmobiliario exige la determinación de punto de equilibrio del proyecto.

Mediante el fideicomiso inmobiliario se puede generar la transparencia necesaria y la independencia suficiente para que previo el inicio de las obras de

construcción se pueda aglutinar a un número mínimo de compradores, potenciales beneficiarios del proyecto, que aseguren el flujo de caja que requiere el proyecto para su desarrollo exitoso.

Al ser el fideicomiso quién recibe y administra los recursos, se garantiza el manejo eficiente de los recursos en los proyectos inmobiliarios a través de controles permanentes. La figura del fideicomiso inmobiliario integral permite levantar capital del mercado y facilita la consecución de créditos.

Los proyectos inmobiliarios administrados por fideicomisos se vuelven más atractivos para el sistema financiero, en virtud de que pueden colocar recursos de corto plazo en créditos al constructor, y porque la administración bajo esta figura constituye una garantía y minimiza los riesgos del proyecto.

Ventajas del fideicomiso inmobiliario:

- ✓ **Seguridad:** Proporciona protección a todas las partes involucradas en el proyecto inmobiliario, debido a que se estipula anticipadamente todas las condiciones de su vinculación.
- ✓ **Administración Profesional:** La fiduciaria en su rol de administrador del fideicomiso mercantil es un especialista en hacer cumplir las disposiciones del contrato, en precautelar los intereses de las partes y en velar por los recursos del patrimonio autónomo.
- ✓ **Es más seguro que otro tipo de convenios:** Los contratos de asociación y la constitución de compañías, son otros mecanismos utilizados para desarrollar proyectos inmobiliarios. Sin embargo éstos han probado que no protegen adecuadamente a los bienes y a las partes involucradas.
- ✓ **Amplía las posibilidades de asociación:** Si bien es perfectamente aplicable a proyectos de menor envergadura, el fideicomiso mercantil ha sido una herramienta vital en el desarrollo de los más grandes proyectos inmobiliarios

del país, puesto que éstos han requerido la asociación de múltiples partes, tales como propietarios de terrenos, inversionistas, promotores, instituciones del sistema financiero, etc.

- ✓ **Mejora las relaciones comerciales:** Sin perjuicio de que la imagen del grupo promotor sea fundamental en la gestión comercial, el fideicomiso mercantil posibilita una mayor aceptación por parte de los clientes, puesto que éstos serán los primeros beneficiados con la transparencia que éste brinda.

Riesgos del fideicomiso inmobiliario:

El fideicomiso inmobiliario permite que los promotores mitiguen los siguientes riesgos:

- ✓ **Comercial:** No puede iniciar el proyecto hasta que tenga certeza de su éxito comercial.
- ✓ **Financiero:** Al efectuar preventas sabe con certeza que tendrán flujos de efectivo de ventas reales y no hipotéticas.
- ✓ **Legales:** Cuenta con los terrenos, en este caso, desde un principio, con lo que aísla la tenencia y cuentan con la disponibilidad real de los terrenos al estar en el fideicomiso, pero puede renunciar a la vez al negocio en caso que comercial o financieramente tenga problemas. Si se presenta algún obstáculo de última hora en los permisos legales, o se presentan dificultades técnicas, puede renunciar al negocio, sin ningún tipo de multa.

3.2 TITULARIZACIÓN

3.2.1 ANTECEDENTES

Se considera que las ventas y participaciones sobre conjuntos de préstamos, como primeros esquemas de titularización de activos, tienen su origen en el siglo XVII, en el que se dieron los primeros procesos de división en fracciones ideales de participación en negocios determinados, representados en títulos valores de naturaleza circulatoria eminentemente fungibles. Durante el siglo pasado y buena parte del presente siglo, los bancos comerciales y las instituciones dedicadas al ahorro gozaban de una especie de monopolio en las ofertas de tales servicios.

Se estructuró un esquema regulatorio que abarca una numerosa gama de posibilidades para la titularización, incluyendo en la figura la constitución de procesos generados en activos de cualquier naturaleza, proyectos o flujos de caja futuros, fondos fiduciarios y fondos de valores.

La titularización en el Ecuador es muy reciente, apenas a inicios del año 2002, la Superintendencia de Compañías aprobó la primera titularización de flujos futuros, por un monto de US\$ 8 millones de una entidad privada del sector financiero. A la fecha se han autorizado los siguientes procesos de titularización:

Cuadro No. 3

TITULARIZACIONES APROBADAS

EMISOR	AÑO	MONTO (millones US\$)	PLAZO (años)	CALIFICACIÓN
Mastercard	2002	8,00	1	AAA
Unibanco	2003	10,00	2	AAA
CTH 1	2003	18,00	13,75	AAA
Amazonas	2004	20,00	2,5	AAA
CTH 2	2004	14,00	8,67	AAA
Zofragua	2005	14,00	7	A
Amazonas	2005	20,00	4	AAA
Mutualista Pichincha	2005	31,05	12	AAA
Omni Hospital	2005	16,80	15	AAA
Segunda Unibanco	2005	15,00	2	AA
CTH 3	2005	22,18	14	AAA

Fuente: Dirección de Estudios. Boletín Estadístico
Elaborado por: Las Autoras

3.2.2 LA TITULARIZACIÓN EN LA LEGISLACIÓN INTERNACIONAL

En la legislación internacional para algunos tratadistas, la expresión castellana “titularización” resulta de traducir literalmente el anglicismo “securitization”; securitización se deriva del inglés security, que es un sinónimo de título valor de contenido financiero. En otras palabras, el “security”, es un documento que representa a través de un título financiero un activo subyacente.

La titularización en los diferentes países se ha desarrollado de forma acelerada, a continuación se detallan experiencias en otros países:

Los **Estados Unidos** tiene el mercado hipotecario más desarrollado del mundo como resultado de la relativa estabilidad de su economía, el buen funcionamiento del mercado primario de créditos hipotecarios y el desarrollo de un eficiente mercado secundario de hipotecas. El dinamismo de este último le ha permitido obtener fondos del mercado de capitales, con lo que ha aumentado la oferta de créditos y la disminución en su costo.

Los préstamos hipotecarios residenciales son originados por compradores y vendedores domésticos en el mercado primario hipotecario. Se observa que los principales participantes en el mercado primario son las instituciones de ahorro, las compañías hipotecarias y los bancos comerciales.

Hay que destacar que el dinero que las instituciones de ahorro y los bancos comerciales utilizan para efectuar préstamos hipotecarios, proviene de depósitos o de otras fuentes, como es el caso de las compañías de seguro en el mercado hipotecario.

El mercado hipotecario estadounidense es altamente especializado. Existe una clara separación de funciones entre quienes originan y administran los créditos - mercado primario- y quienes manejan los riesgos y obtienen los fondos -mercado secundario-. El sector público ha jugado un papel fundamental en el desarrollo de estos mercados, en parte a través de la creación de instituciones claves para el

mercado secundario que facilitan la conexión entre el mercado de vivienda y los mercados de capitales. El mercado secundario es dominado por estas entidades creadas por el Gobierno, aunque cada día participan más entidades privadas.

Se pueden detallar los siguientes objetivos alcanzados en el mercado secundario hipotecario norteamericano, gracias a la Titularización:

- Corrección de los principales desbalances de crédito hipotecario en Estados Unidos a través de una mayor disponibilidad de nuevos fondos para financiar el crédito hipotecario en áreas que aún no han sido cubiertas por el sistema vigente.
- Permite a los vendedores originales, la venta de las hipotecas en lugar de mantenerlas en su portafolio de inversión.
- Atraer inversionistas que tradicionalmente, debido a las regulaciones existentes en el mercado primario deciden no invertir y cuyos recursos son importantes para favorecer la inversión.

Cabe mencionar que cuando una institución decide vender las hipotecas que posee en el mercado primario, forma paquetes de productos sintéticos llamados mortgage-backed securities (MBS). Para ejemplificar el auge mostrado por los MBS en el mercado estadounidense, se observa que a inicios de la década de los ochenta el mercado transó cerca de US \$ 100 mil millones, mientras que a finales de esta década había movilizó cerca de US \$ 900 mil millones. Asimismo, cabe destacar que en 1989 había más de US \$ 2 billones en hipotecas en Estados Unidos, de las cuales un tercio había sido negociado en el mercado secundario.

Es posible observar dos tipos de estrategias seguidas en distintos países, en materia de fortalecimiento al mercado financiero habitacional. Por un lado, las naciones industrializadas han desarrollado exitosos y efectivos mecanismos para la movilización y fortalecimiento de los sistemas de financiamiento habitacional.

Por otra parte, en América Latina la inflación descontrolada y las desacertadas políticas de los gobiernos no han favorecido un desarrollo acentuado y similar en el mercado financiero habitacional. Sin embargo, pueden destacarse países en los cuales los sistemas de financiamiento habitacional han tenido relativo éxito.

La primera experiencia de titularización fuera de los Estados Unidos se presentó en el **Reino Unido** en 1985. Este mecanismo tuvo en sus inicios un desarrollo más lento en esta última nación debido a las diferencias existentes en los mercados de valores, especialmente en el campo regulatorio.

Un elemento que ha influido es que las hipotecas en el Reino Unido presentan tasas fluctuantes, fenómeno que no se presentó originalmente en los Estados Unidos, y se han dado otros elementos que han requerido modificaciones sustanciales de los esquemas de titularización que se habían establecido en los Estados Unidos.

Los principales activos que han sido objeto de titularización en el Reino Unido han sido las hipotecas comerciales, los préstamos bancarios de exportación e importación y las actividades de "leasing". Sin embargo, los préstamos de automóviles y las cuentas por cobrar por tarjetas de crédito no han sido titularizados, como si ha sido el caso de los Estados Unidos. La razón de lo anterior se sustenta en el hecho de que estos dos mercados son relativamente pequeños con relación al mercado hipotecario, lo cual limita las posibilidades de generar economías de escala con la titularización. A esto hay que sumar el hecho de que la legislación británica no facilita la implementación del mecanismo para el caso de los préstamos para automóviles y para las cuentas por cobrar de las tarjetas de crédito.

Para el caso de **Francia**, la titularización se vio incentivada con la legislación denominada "La Loi Tritisation" de 1988. La primera acción de titularización ocurrió en diciembre de 1989 con una cartera de préstamos de lo Société Des Bourses Francaises. En la actualidad otros activos han sido titularizados, como los préstamos de automóviles y los préstamos para consumo.

Al igual que para el caso del Reino Unido, la legislación no ha facilitado la implantación de mecanismos de titularización para las cuentas por cobrar por tarjetas de crédito.

Un elemento que ha influido en el menor desarrollo de la titularización de hipotecas en Francia con respecto al Reino Unido ha sido la existencia de tasas subsidiadas en el mercado hipotecario francés, lo cual ha generado soluciones competitivas en otros sectores del mercado.

Por otra parte, en **España** la actividad de financiarse con activos no es nueva. La forma más amplia de titularización se ha presentado en la asignación de créditos comerciales por instituciones financieras. El mercado de títulos con respaldo hipotecario se vio incentivado con la promulgación del Decreto Real 1289 de agosto de 1991 que promovieron emisiones del Banco Bilbao Vizcaya, Citibank España, el Banco Santander y Citifin.

La titularización se presenta para la región latinoamericana como una opción bastante atractiva del mundo financiero para facilitar una mayor y más sostenible captación de recursos. La percepción de las ventajas otorgadas por la titularización y la necesidad de adecuarse a las nuevas exigencias del mercado financiero, producto de la globalización de la economía y las reformas financieras, han incentivado a que varios países latinoamericanos estén aplicando o estén avanzando en iniciativas para la aplicación del mecanismo de titularización.

En Latinoamérica la titularización es reciente, así se presentan los siguientes casos:

En **Chile**, la titularización hipotecaria fue introducida por la Ley No. 19.301 de marzo de 1.994 como una nueva herramienta para la financiación de vivienda a largo plazo. Entre las entidades involucradas en la financiación de vivienda en Chile se encuentran las sociedades securitizadoras o titularizadoras que tiene como función comprar créditos y contratos de arrendamiento (leasing habitacional) para emitir títulos respaldados por éstos.

En **México**, el sector hipotecario ha presentado un importante crecimiento en los últimos años. Con el fin de continuar desarrollando el mercado primario de créditos hipotecarios y promover el mercado secundario, el gobierno creó la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), cuyas principales labores son:

- Otorgar préstamos y garantías;
- Emitir seguros hipotecarios;
- Buscar la estandarización de los créditos.

De esta forma, la SHF busca desarrollar un mercado de títulos hipotecarios mediante la emisión de seguros hipotecarios y garantías financieras.

En **Argentina**, la norma principal que gobierna el financiamiento de la vivienda y la construcción es la Ley de Fideicomiso No. 24.441 de 1995. Como lo dice su título, el esquema básico que sigue la norma es la de fiduciante-fiduciario-beneficiario, que es el mecanismo que rige la emisión de títulos hipotecarios en Argentina. Bajo este esquema, el fiduciante transmite la propiedad a un fiduciario, quien se obliga a ejercerla a nombre del beneficiario. Para titularizaciones de cartera, el banco originador hace las veces de fiduciante al transferir la propiedad de la cartera a la compañía securitizadora, que hace las veces de fiduciario. Los tenedores de los títulos son los beneficiarios.

Entre otras cosas, la ley autoriza una “compensación razonable” del deudor para la institución financiera cuando se hiciese un prepago antes de que se cumpliera la cuarta parte total del crédito.

En 1999 fue creado el Banco de Crédito y Securitización BACS con la participación de la IFC del Banco Mundial, el Banco Hipotecario S.A. y el grupo Soros. Para finales de 2001 completó activos por 198 millones de dólares y titularizó 115 millones de dólares de cartera hipotecaria.

Para el caso de **Colombia**, pueden identificarse dos grandes conjuntos de activos que han sido objeto de Titularización:

a. Activos del sector Inmobiliario:

Los proyectos de este sector se caracterizan por largos períodos de tiempo que son necesarios para recuperar las inversiones. Por ejemplo, los activos pertenecientes al sector de la construcción, se favorecerían del proceso de titularización ya que este mecanismo genera liquidez que a su vez facilita la realización de operaciones nuevas.

Una de las ventajas que evidencia la utilización de la titularización es una baja en las tasas de interés, al punto que para el año 2004 las entidades que manejaban promedios de 14% meses atrás, comienzan a manejar promedios de 12.5%. Este resultado proyecta a Colombia como uno de los mercados que más ha avanzado en el tema en América Latina.

b. Otros activos:

Existe otro grupo de activos de diversa naturaleza que genera un flujo estable de ingresos. Entre ellos destacan los contratos de leasing, los contratos de arrendamiento de equipos y paquetes accionarios y de bonos. Cabe destacar que para el caso colombiano, las operaciones activas netas de "leasing" ascendían alrededor de US\$ 200 millones en 1983 y el valor de los contratos de arrendamiento de equipos oscila entre los US\$ 30 y US\$ 50 millones anuales. En todo caso, el éxito del programa se ha fundamentado por la existencia de tasas de inflación moderadas.

Hasta junio de 2000 se han ofertado en el mercado 73 procesos de titularización por un monto de US\$ 1.630 millones. De estos procesos, la mayor participación, en relación con el monto en pesos ofertado, la tienen los estructurados sobre cartera hipotecaria, abarcando el 23% del total y, con respecto al número de procesos, la titularización de inmuebles construidos representa el 55% del total.

Vale la pena resaltar que, a pesar de que algunos de los primeros procesos que salieron al mercado tuvieron problemas de baja colocación, el porcentaje de efectividad del total de procesos, medido como el coeficiente entre valor colocado sobre valor ofrecido, es del 92%.

Un resultado alentador en cuanto al éxito de la titularización en Colombia, ha sido el alto interés de otros países como Perú, Ecuador y Bolivia en tomar como modelo el caso colombiano, para estructurar la figura en sus mercados locales.

También, este esquema ha llamado la atención de grandes inversionistas norteamericanos que ven en él una interesante alternativa de inversión en mercados emergentes como el caso colombiano.

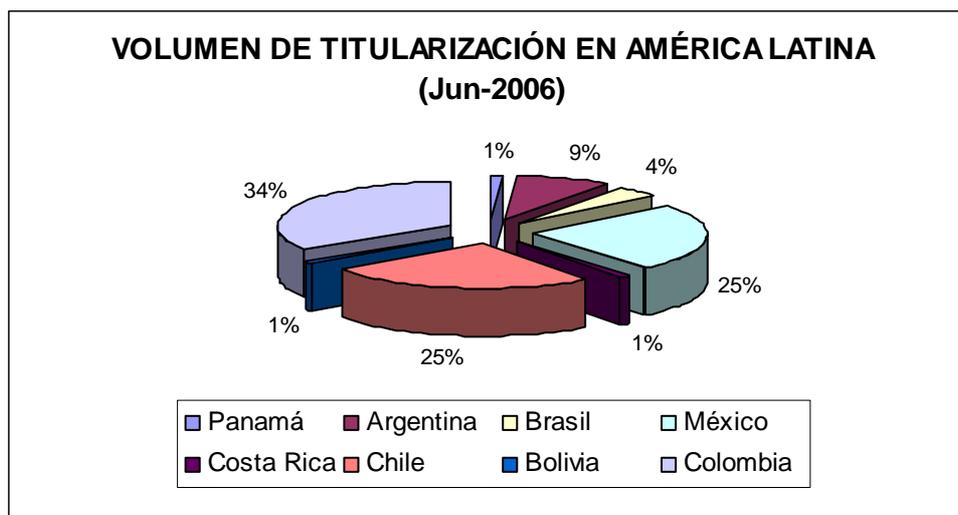
En otros países como Chile, Uruguay y México, las perspectivas actuales han tendido a favorecer la privatización y un manejo más racional del stock existente de viviendas a través de la creación de fondos en el ámbito local, el establecimiento de bancos hipotecarios independientes, el establecimiento de esquemas de ahorro para vivienda y la legalización de los cobros para mantener la infraestructura urbana existente.

Por lo tanto, se puede concluir que en todo tipo de economías los roles primordiales de los gobiernos son el crear, mantener y fortalecer el sistema legal e institucional necesario para la viabilidad del sistema financiero hipotecario. Para ello debe existir una inflación controlada, debe promoverse la inversión en vivienda a largo plazo y establecer las condiciones necesarias para que la cobertura del sistema sea lo más amplia posible.

La estructuración y colocación de emisiones, producto de procesos de titularización de activos ha crecido enormemente en América Latina.

En el año 2002, Colombia ocupó el primer lugar en América Latina en lo referente a emisiones realizadas, con una participación del 34%, seguido por México 25% y Chile 25%. Colombia pasó de tener una participación mínima en las emisiones del 2001 a ser el principal emisor en el año 2002. (Ver gráfico No. 7).

Gráfico No. 7



Fuente: Moody's

Elaborado por: Las Autoras

Las preocupaciones concernientes a la baja liquidez y la debilidad mostrada en los indicadores fundamentales de muchos de los países de la región se han ido disipando y los inversionistas, en su búsqueda de mayores rendimientos y diversificación, volvieron a considerar atractivas las inversiones en América Latina. Con ello los esfuerzos orientados al desarrollo del mercado de títulos respaldados por activos e hipotecas ganaron terreno. Los emisores usan este tipo de financiamiento como fuente alternativa y más barata de recursos. Lo anterior, especialmente en mercados emergentes, donde la titularización puede proveer financiamiento valioso cuando otras fuentes sean escasas.

Asimismo, a diferencia de economías desarrolladas, la habilidad de una compañía ubicada en un mercado emergente para captar capital de inversionistas internacionales, puede ser vital para su supervivencia, especialmente en períodos de crisis económicas.

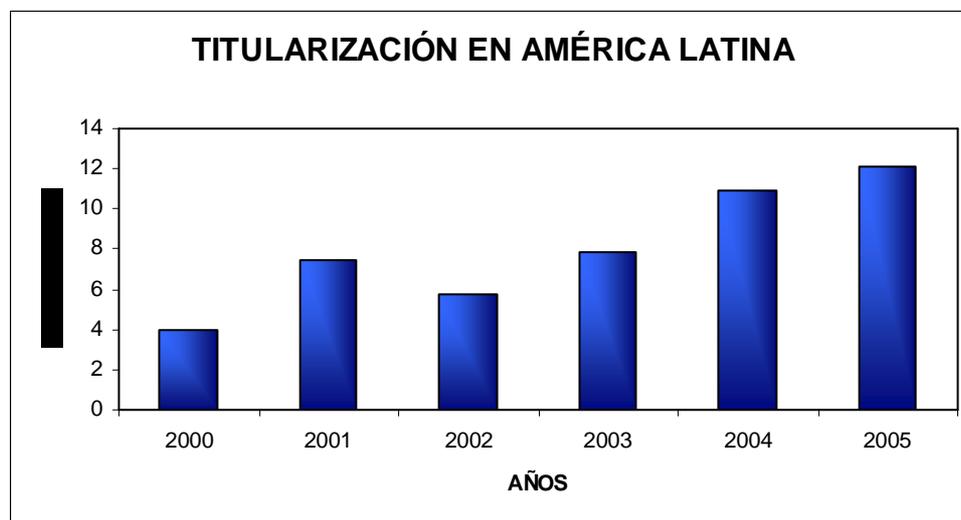
La titularización permite a los emisores acercarse a mercados financieros extranjeros en busca de dólares y otras monedas fuertes. De esta manera, los emisores pueden emitir deuda garantizada para acceder a los mercados internacionales por recursos, anteriormente no existentes, tanto local como internacionalmente.

Las necesidades de recursos de más largo plazo y a costos más bajos ha sido la fuerza propulsora de detrás de transacciones recientes efectuadas en Argentina, Brasil, México, Perú y Costa Rica. Emisores de estos mercados han estado colocando transacciones denominadas en dólares estadounidenses garantizadas por cuentas por cobrar de exportaciones futuras y otros activos financieros. El tipo de transacción utilizada en la mayoría de los casos se podría denominar no tradicional, debido a que correspondió a titularizaciones de flujos futuros.

Por otra parte, varios países emergentes están estudiando las formas de crear un mercado local para titularizaciones tradicionales como hipotecas y activos. Argentina, Chile y Colombia han promulgado en años recientes, leyes que permiten la titularización de activos tradicionales.

Algunas titularizaciones hipotecarias han sido emitidas y colocadas en Colombia, todas en el mercado local. En Brasil, aunque no se han creado leyes específicas para el desarrollo de procesos de titularización, se han presenciado la estructuración de dos titularizaciones de cuentas por cobrar comerciales.

Gráfico No. 8



Fuente: Titularizadora de Colombia

Elaborado por: Las Autoras

La titularización en América Latina ha crecido de una manera representativa, en los últimos años, como lo muestra el gráfico No. 8, los esfuerzos latinoamericanos por desarrollar procesos de este tipo, motiva a los intermediarios y reguladores de

un país como el nuestro, a buscar la forma de importar el conocimiento, la experiencia, y la tecnología necesaria que permitan aprovechar los beneficios de esquemas como los expuestos. Sin embargo es importante comprender que esta forma de financiamiento tendrá posibilidades de éxito si se dan una serie de factores claves para su desarrollo.

Los factores claves más importantes son:

- Ambiente Regulatorio.
- Marco Legal e Impositivo.
- Volumen de Activos Titularizables.
- Incentivos para Originadores.
- Capacidad de Originadores.
- Base de Inversionistas.
- Existencia de un mercado de capitales.

En países como España y Francia, los fondos de titularización se crearon bajo nuevas leyes, por lo que se comportan como fideicomisos o instrumentos de propósito especial, es decir, son los emisores de papel titularizado.

3.2.3 DEFINICIÓN

“La Titularización es convertir determinados activos, generalmente préstamos, en valores negociables en el mercado”.¹⁵ Además, se define como “un proceso cuidadosamente estructurado a través del cual créditos y otros activos, son empaquetados, suscritos y vendidos en forma de títulos valores a inversionistas”.¹⁶

¹⁵ Real Academia de la Lengua Española

¹⁶ ROSENTHAL, James

“La titularización además de ser un poderoso mecanismo de financiación, es un sistema para poder mercadear los inmuebles, lo cual es inherente al espíritu comercial. El comercio se rige por la idea de vender en pequeñas cantidades cosas que producen o se manejan en cantidades voluminosas. La titularización inmobiliaria es parte de esa filosofía”.¹⁷

“La titularización es un mecanismo de financiación por medio del cual se conforman patrimonios autónomos, sobre los cuales se expiden títulos que dan derecho a la participación sobre dichos activos. Es un procedimiento que tiende a dar liquidez a partir de activos que no la tienen”.¹⁸

El artículo 138 de la Ley de Mercado de Valores, 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.

La definición de la Ley de Mercado de Valores, es incompleta, ya que omite señalar aspectos como los siguientes:

1. Que se debe constituir un patrimonio autónomo, atendiendo las modalidades legales que la ley establece, esto es el fideicomiso mercantil y los fondos colectivos de inversión.
2. Que al patrimonio autónomo deben transferirse o éste último adquirir, al momento de la constitución o en un momento posterior, los activos o derechos sobre flujos a ser transferidos por el originador, por ejemplo cartera de crédito o flujos futuros de contados.

En general, se puede titularizar diferentes tipos de activos, siendo el ejemplo más difundido, conocido y utilizado el de las hipotecas. También se tiene la titularización de flujos futuros de caja determinables como en el caso de la construcción de una carretera (el flujo provendría del peaje), o de la construcción

¹⁷ Díaz Ardila, Gabriel, LA TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA, De. Guadalupe Ltda., Colombia 1997, Pág. 13.

¹⁸ Montoya Ramírez, Sol Beatriz, TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA, Tesis Facultad de Ingeniería Civil, Universidad de Medellín, Colombia 1995.

de un aeropuerto (el flujo estaría dado por las tarifas que se cobrasen por servicios y por los valores recaudados en concepto de arriendos), o en el caso de la construcción de un oleoducto (el flujo se originaría en la venta posterior que se haga del crudo que se va a transportar), o en la titularización de proyectos inmobiliarios (como en el caso de la construcción de una obra pública como un hospital, una escuela, etc.).

Gráfico No. 9
ETAPAS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN



Fuente: Titularizadora Colombiana

Según muestra el gráfico No. 9, el proceso se puede sintetizar en dos etapas básicas: la cesión de los activos hacia un patrimonio autónomo y la emisión de valores con el respaldo de dicho patrimonio.

Los mercados financieros adoptan la figura de la titularización con el propósito de alcanzar un mayor desarrollo, en particular se busca:

- Profundizar el mercado de capitales, a través de:
 - ✓ Nuevos títulos
 - ✓ Nuevos participantes

- Brindar una nueva alternativa de financiamiento a las empresas y como tal:
 - ✓ Potencia crecimiento de las empresas
 - ✓ Facilita ejecución de proyectos

En la experiencia internacional se reconocen dos modalidades básicas de esquemas de titularización:

- *Pass through (traspaso o traslado)*: Modalidad por la que una persona transfiere en dominio parte de sus activos a una entidad emisora, la que a su vez los incorpora en un patrimonio autónomo contra el cual emite títulos. En este caso el vehículo de transferencia es el contrato de cesión de bienes.
- *Pay through (pago)*: Dentro de esta modalidad se produce una transferencia real de los activos de la originadora a favor de la entidad emisora, la cual emitirá los nuevos títulos contra su propio patrimonio.

3.2.4 INTERVINIENTES EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

EL ORIGINADOR:

Es la persona natural o jurídica privada, pública o mixta, propietaria de uno o más activos homogéneos o no que pueden generar un flujo de caja cuantificado o cuantificable, que los entrega al fiduciario, para que en calidad de propietario reciba los beneficios de ellos y los entregue a los tenedores de los títulos, con lo cual logra que dichos activos se transformen en los títulos que permitirán su circulación. El originador es pues la persona que se encarga de la titularización.

Cuando el patrimonio autónomo para la titularización se constituye mediante Contrato de Cesión Irrevocable de Bienes o Activos, el cedente de los bienes es el originador. Cuando el patrimonio autónomo es constituido con bienes o activos de propiedad de la sociedad de titularización, en virtud del acto unilateral determinado mediante la declaración unilateral de cesión, ésta no adquiere la condición de originador.

Se consideran originadores naturales, las instituciones financieras, las sociedades emisoras de tarjetas de crédito, que originan activos crediticios o carteras de crédito y contratos de arrendamiento mercantil. También las Corporaciones de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas podrán actuar como originadores en procesos de titularización de cartera hipotecaria.

Además podemos mencionar a las compañías telefónicas, de luz y de agua, y compañías que mantienen proyectos de concesión.¹⁹

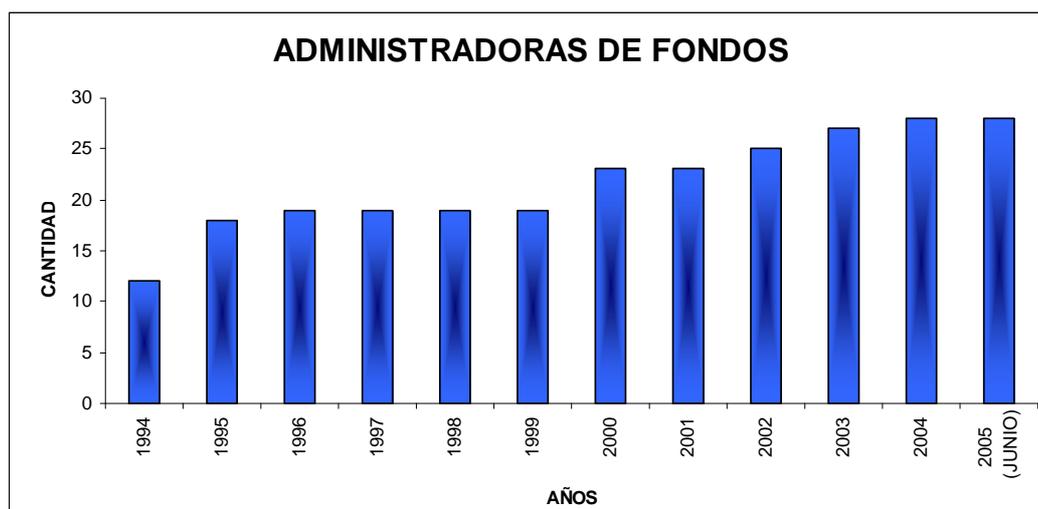
AGENTE DE MANEJO:

Son las instituciones financieras o administradoras de fondos autorizadas para actuar como fiduciarios mercantiles, quienes reciben la propiedad de los activos materia de titularización y quien emite los títulos con cargo al patrimonio autónomo que administra.

En la legislación ecuatoriana las compañías Administradoras de fondos y Fideicomisos son los agentes de manejo autorizados para intervenir en procesos de titularización de activos. También lo pueden desempeñar las Corporaciones de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas.

En el Ecuador el número de administradoras de fondos se ha ido incrementando a partir de 1994, que sumaban 12; hasta junio del 2005 se tiene un total de 28, como se aprecia en el gráfico No. 10.

Gráfico No. 10



Fuente: Superintendencia de Compañías.

Elaborado por: Las Autoras.

¹⁹ Larrea Mario, RÉGIMEN JURÍDICO DE LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS, Quito, 2004, Pág. 75.

La Ley del Mercado de Valores señala que el Agente de Manejo será responsable de lo siguiente:

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

La responsabilidad del agente de manejo alcanza únicamente a la buena administración del proceso de titularización, por lo que no responderá por los resultados obtenidos, a menos que dicho proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo.

PATRIMONIO DE PROPÓSITO EXCLUSIVO:

Al Patrimonio de Propósito Exclusivo se lo conoce como Patrimonio Autónomo, constituido de activos, pasivos, contingentes, en base al cual se emitirá los títulos de participación, de contenido crediticio y mixto. “Es un patrimonio independiente de la compañía fiduciaria, conformado inicialmente por los activos transferidos por

el originador y en segunda etapa por los activos, pasivos y contingentes que resulten como consecuencia del desarrollo del proceso de titularización”.²⁰

COMITÉ DE VIGILANCIA:

Pueden ser miembros del Comité de Vigilancia, tanto personas naturales como personas jurídicas, siempre que sean independientes no solo del agente de manejo, que es fiduciario, como la ley dispone, sino también del originador, de la compañía calificadoradora de riesgo.

Entre las facultades del comité de vigilancia podemos señalar las siguientes:

1. Verificar el cumplimiento por parte del emisor.
2. Elaborar informes de gestión y ponerlo en conocimiento de los inversionistas.
3. Velar por el cumplimiento del pago de principal e intereses a los inversionistas en los términos de la emisión.
4. Verificar la conformación, existencia y suficiencia de las garantías de la emisión.

CALIFICADORA DE RIESGO:

La Calificadora de Riesgo es una entidad debidamente autorizada que emite una opinión, en el caso de valores representativos de deuda, respecto al riesgo de incumplimiento de las condiciones financieras ofrecidas en la emisión.

Se define como: “La actividad que realicen entidades especializadas, denominadas calificadoras de riesgo, mediante la cual den a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene al emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública”²¹. La calificación de riesgo es un requisito esencial previo a la oferta pública e inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

²⁰ Larrea Mario, RÉGIMEN JURÍDICO DE LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS, Quito, 2004, Pág. 81.

²¹ Artículo 185 de la Ley de Mercado de Valores.

INVERSIONISTA:

El inversionista es la persona natural o jurídica, nacional o extranjera en cuyo favor se realiza todo este proceso y a quien se le ofrece los valores que se emiten con el respaldo de el patrimonio autónomo.

COLOCADOR:

El colocador es la persona o entidad encargada de colocar los títulos en el mercado. Esta función también puede estructurada directamente por la sociedad fiduciaria, o en su defecto, a través de intermediarios de valores legalmente autorizados como las Casas de Valores.

3.2.5 FINALIDADES DE LA TITULARIZACIÓN

Típicamente se pueden identificar las razones que usualmente motivan a los participantes, especialmente los originadores, llevar a cabo procesos de titularización. Entre las principales podemos citar las siguientes:

1.- Rotación de Activos.- Se utiliza usualmente para activos que se recaudan en un término de más de dos años. La titularización permite anticipar al presente, flujos cuya recuperación natural solo se espera en periodos futuros.

2.- Identificación de una alternativa de fondeo menos costosa que la captación o endeudamiento tradicional.- La titularización es una forma de conseguir financiamiento por la vía de la transformación del activo y no del incremento del pasivo.

3.- Potenciación del patrimonio del originador.- Las entidades pueden acceder a financiamiento sin necesidad de aumentar patrimonio para mejorar el índice de endeudamiento. Esta es una de las finalidades más importantes de la titularización, por cuanto le permite un mayor crecimiento, sin el costo de capital asociado.

4.- Equilibrio de estructura de balance.- La titularización se puede usar sencillamente para lograr equilibrar la estructura del balance tanto en tasas, como en plazos, como en monedas. Así por ejemplo, al obtener activos más líquidos permite atender obligaciones de vencimiento más próximo.

3.2.6 BENEFICIOS DE LA TITULARIZACIÓN

La titularización es un mecanismo que promueve e impulsa el desarrollo de los mercados de capitales, ya que se constituye en una alternativa de financiamiento para los sectores productivos a través de la venta de los activos no líquidos.

Los principales beneficios de la titularización son:

PARA EL MERCADO:

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

5. Sustituye intermediación financiera tradicional por una mediación directa.

PARA EL ORIGINADOR:

1. Se constituye en una alternativa más económica y flexible de financiamiento que el tradicional a través del sistema financiero, ya que en el mediano plazo reduce el costo de financiamiento al eliminar el costo de los intermediarios financieros;
2. Valoriza el riesgo de crédito del deudor, asignándole valorización de mercado al instrumento. Otorga liquidez a un activo que no era endosable o transable en el mercado secundario, dándole de esa manera un valor de mercado a activos que tradicionalmente no lo tenían. Un ejemplo de esto son las cuentas por cobrar que mantienen las empresas por las ventas originadas en los giros de los negocios;
3. Proporciona un instrumento de menor riesgo y en algunos casos de plazos mayores que los activos que los respaldan, ya que a través de la estructuración de la emisión, se busca aislar el riesgo y capacidad de pago del originador. En otras palabras en caso en los que la credibilidad financiera del originador no sea tan bien percibida por el mercado, el valor que se emite producto de la titularización genera una percepción de riesgo propio;
4. Promueve la desintermediación financiera a través de la diversificación de instrumentos de inversión, a los cuales tienen acceso un sinnúmero de inversionistas, incluidos los ahorristas, no necesariamente institucionales o inversionistas especializados, situación que trae consigo un cambio en el rol tradicional de las instituciones financieras, de agentes de financiamiento directo a agentes de originación de activos;
5. Le permite en su balance sustituir activos de baja liquidez e inmovilizados por activos disponibles y líquidos. Es decir, aumenta la liquidez de su capital de trabajo, al hacer más líquido un activo que no lo era en su momento.

Este mecanismo no afecta la relación/deuda patrimonio, potencializa el balance de las empresas, no incide en los márgenes y límites de endeudamiento, por lo que permite a las empresas sacar de sus balances sus activos y su deuda asociada, mejorando esos balances y los ratios financieros. Se liberan márgenes y cupos de crédito con los bancos, puesto que no se afecta la relación deuda/patrimonio;

6. Posibilita el “spread” o ganancia por diferencial entre la tasa de crédito y el precio de transferencia de los activos;
7. En las instituciones financieras que actúen como originadores, la titularización modifica la ecuación del patrimonio técnico otorgándoles mayor capacidad de financiamiento crediticio, ya que los activos sobre los cuales se establece una relación activo con patrimonio, como es el caso de Basilea, salen del balance de la institución financiera;
8. Capacidad de crecimiento, no requiere de incremento en patrimonio ó endeudamiento adicional, facilita la inversión en nuevos proyectos, para entidades financieras no se aumentan requerimientos de patrimonio técnico.

PARA EL INVERSIONISTA:

1. Le proporciona un nuevo instrumento financiero, con mayor rentabilidad y mayor diversificación para sus portafolios de inversiones;
2. Simplifica la evaluación del riesgo, ya que el inversionista puede elegir según la calificación de riesgo del título, con retornos en función de la calidad de títulos y los activos titularizados;
3. Le permite reducir su riesgo de descalce por plazos y tasas, tanto de activos como de pasivos;

4. Alta calificación;
5. Buena experiencia de pago de los títulos en otros países.

PARA EL MERCADO FINANCIERO Y EL PAÍS EN GENERAL:

En primer lugar el mercado de valores se constituye como un generador de valor agregado para la sociedad y no exclusivamente el punto de encuentro de los agentes especuladores. En este aspecto se establece que las fuentes de valor agregado que vienen dadas gracias a la titularización contemplan:

- La reducción de costos de transacción.
- La reducción de “costos de agencia”.
- La “redistribución” del riesgo proveniente del traslado del mismo de un participante de mercado a otro, donde éste último posee un grado de aversión al riesgo menor y está dispuesto a asumirlo a bajo costo.

PARA EL ESTADO:

- Desarrollo de obra pública en base a recursos del sector privado.
- Desarrollo de proyectos de vivienda popular.
- Puede obtener una reducción de tasas de interés y ampliación de plazo, especialmente en crédito hipotecario.

En segundo lugar, la titularización promueve la profundización financiera ya que los instrumentos innovadores conducen a aumentar la propensión a ahorrar de la economía en su conjunto, con la ventaja de que tales elementos reúnen las características de liquidez, por un lado, y de fomento del ahorro de largo plazo por el otro. Debe mencionarse que la liquidez no provoca presiones sobre el crecimiento generalizado de los precios (inflación) en medida que no altera el circulante.

En tercer lugar, la inversión exitosa en proyectos de titularización propicia una mayor eficiencia en el mercado de valores, gracias a la mayor cantidad de títulos con los que contaría el mercado, a una mejor asignación de los recursos y a una mayor competitividad en el mercado. Así, en los últimos 4 años, la aplicación de la titularización ha introducido más de US\$ 180 millones en el mercado bursátil.

Por último la titularización facilita el proceso de globalización de los mercados de capitales, tanto nacionales como extranjeros. En épocas de integración económica entre países, la creación de nuevos instrumentos de bajo riesgo facilita la movilidad de capitales entre ellos.

La titularización es un mecanismo clave en el proceso de desintermediación bancaria y en la obtención de financiamiento de mediano y largo plazo. Es una figura que debe incentivar a instituciones financieras a convertirse en originadores netos de activos, sobre todo en el caso de cartera hipotecaria, para luego empaquetarla a través de esquemas de titularización.

Sin que se deba hablar de desventajas, la titularización, tiene algunos costos implícitos relacionados con el proceso en sí, y que por la importancia que adquieren todo agente originador de un proceso de titularización debe cuantificarlos previamente a iniciar un proceso. Es decir, a la reducción de los ingresos no operacionales del originador, ya que al transferir la cartera al patrimonio de propósito exclusivo, generalmente lo hace a una tasa menor que la que genera dicha cartera, por lo que no recibirá el originador la totalidad de los intereses acordados durante la vida del crédito, sino únicamente la ganancia cuando realiza la negociación.

Otro costo en que incurre el originador es el costo de emisión, en el que se incluye, costos de escrituración, registro ante los entes de control y mantenimiento, honorarios de asesoría financiera y legal, costos de calificación de riesgo, costos de publicación de prospectos y títulos, honorarios de fideicomiso.

Para algunas empresas, sobre todo aquellas con estructuras familiares, en virtud de la difusión de la información a los agentes del mercado se pierde privacidad, ya que le da al mercado la opción de conocer en detalle desde la estructura societaria hasta la estructura financiera.

3.2.7 FACTORES DE RIESGOS ASOCIADOS AL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Existen factores de riesgo internos y externos que pueden afectar el desempeño de la emisión. Entre estos factores se incluyen los siguientes:

Riesgo de crédito: El incumplimiento en el pago de los deudores trae como consecuencia desviaciones a los flujos proyectados; en éste ámbito se incluye, el riesgo de mora (pago fuera del plazo convenido en los convenios de crédito); el riesgo de pérdida (no pago por situaciones internas del deudor como la quiebra, insolvencia o externos, como eventos de fuerza de mayor que el deudor pierda su actividad que servían de fuente de pago); y el riesgo de prepago (pago anticipado por parte del deudor, lo que hace que la generación de intereses tenga un ciclo más corto, el cual depende de la evolución o comportamiento de las tasas de interés en la economía; la estimación de la incidencia de este riesgo en el inversionista se la realiza mediante el análisis y proyección de varios supuestos de pre-pago en diferentes escenarios, calculados con base a la información histórica).

Riesgo de deterioro de las garantías hipotecarias: En la titularización de cartera hipotecaria es fundamental que los bienes inmuebles cuenten con pólizas de seguros y coberturas apropiadas durante la vigencia de la emisión, para evitar incurrir en este tipo de riesgo, proveniente del deterioro físico como incendio y terremoto que puedan afectar a los inmuebles hipotecados. Las pólizas deberán estar endosadas a favor del patrimonio de propósito exclusivo, es responsabilidad del agente de manejo efectuar la renovación oportuna de las pólizas así como el mantener información financiera actualizada de la compañía a fin de estar seguro

de la solvencia y liquidez de ésta, para atender un eventual pago durante la vida de la emisión.

Riesgo de muerte de los deudores: Este riesgo está influenciado por factores externos al prestamista y al deudor; generalmente presentes en créditos hipotecarios, que dada su naturaleza de largo plazo, la cartera debe contar con pólizas de seguro de desgravamen, que cubra el saldo de capital adeudado, las cuales deben actualizarse de forma periódica. De la misma manera es obligación del agente de manejo mantener la información actualizada sobre la compañía de seguros que emite estas pólizas.

Riesgos sistémicos: Los cambios dentro del entorno económico afectan directamente a este riesgo, situación que incide directamente en la calidad de los activos de crédito, es decir, cada uno de los individuos que mantienen un crédito están influenciados por cualquier cambio que ocurra en el entorno, ya que los créditos pueden verse afectados en períodos de crisis. Sin perjuicio de lo anterior, si la estructura muestra que es robusta y tiene condiciones favorables para afrontar cambios adversos del entorno económico, este riesgo será mínimo.

Riesgos jurídicos: Los cambios en la legislación ecuatoriana pueden originar este riesgo y eventualmente poner en riesgo, por ejemplo, la ejecución de las garantías de los activos, modificaciones al régimen tributario, cambio de sistema monetario, etc.

3.2.8 INSTRUMENTOS PARA HACER EFECTIVO EL MECANISMO DE TITULARIZACIÓN

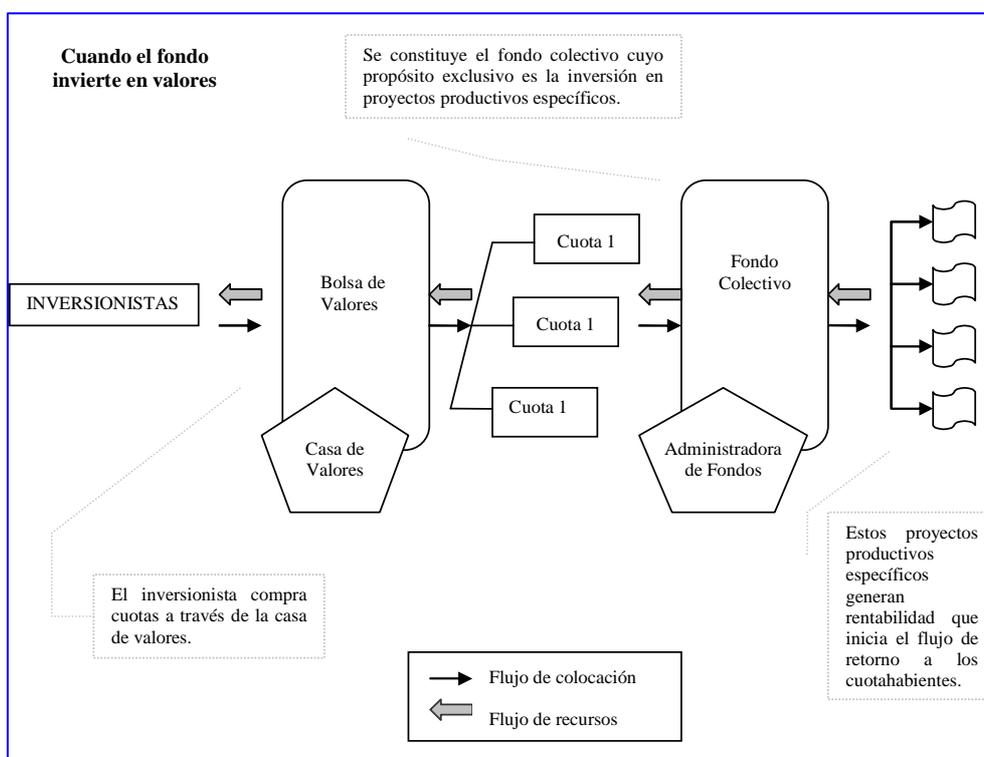
El esquema de titularización ha sido desarrollado en otras partes del mundo bajo dos modalidades distintas:

- La creación de unidades representativas de un portafolio de activos.
- La creación de nuevos títulos individuales que le dan liquidez al mercado.

Bajo el primer enfoque se convierte la cartera de las instituciones en instrumentos negociables mediante la constitución de fondos administrados por una entidad especializada que adquiere la cartera, administra su recaudo y a medida que emite activos financieros respaldados por los mismos portafolios, para ser negociados en el mercado de valores, paga a la entidad financiera u originada.

Este mecanismo viene a estar representado por los fondos de inversión, entidades emiten un título denominado "Título de Participación", en los cuales el inversionista adquiere un derecho o parte alícuota del patrimonio conformado por los activos objeto de movilización, como lo muestra el gráfico No. 11. El inversionista no adquiere un título de renta fija, sino que participa en la propiedad de los activos adquiridos y en las utilidades o pérdidas que genera el negocio objeto del contrato.

Gráfico No. 11
FONDO DE INVERSIÓN EN VALORES



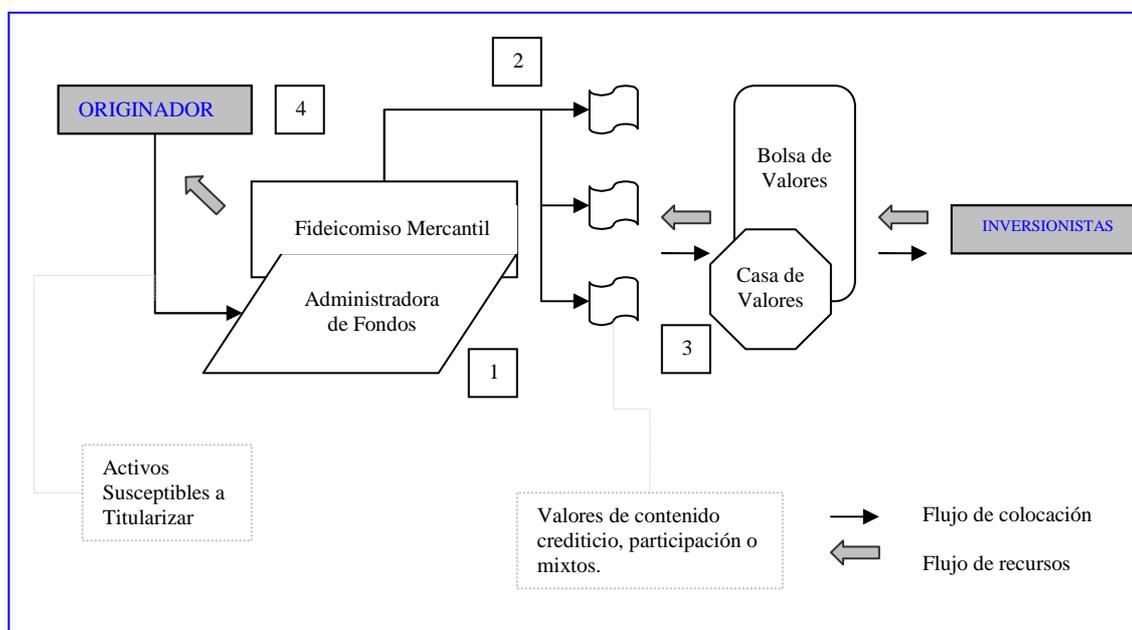
Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: Las Autoras

3.2.9 DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

La realización del proceso de titularización se origina cuando el acreedor original generalmente llamado “originador” o algún otro intermediario financiero llamado “titularizador”, mediante la identificación, segregación y compra de la cartera de activos “básicos”, construye un activo financiero con características deseadas en aspectos tales como rentabilidad, madurez, y riesgo, que se ha llamado activo “sintético” o “derivado”.

Gráfico No. 12

ESQUEMA BÁSICO DE TITULARIZACIÓN



Fuente: Superintendencia de Compañías.

Elaborado por: Las Autoras.

En éste proceso se mencionan las siguientes acciones:

1. La Administradora de fondos y fideicomisos por instrucción del originador constituye un Fideicomiso mercantil o Fondo colectivo cuyos objetivos es emitir valores dentro del proceso de titularización. El originador transfiere al patrimonio autónomo el derecho a percibir los flujos que generará el proyecto.

2. El patrimonio de propósito exclusivo en función de los flujos que genere el activo emitirá valores de participación, contenido crediticio o mixtos.
3. El originador debe considerar todos los costos que implica el proceso tanto de emisión, colocación y estructuración.
4. El plazo de la emisión estará en función de las necesidades del originador.
5. El patrimonio de propósito exclusivo, actuando como emisor, coloca los valores por intermedio de una casa de valores, vía oferta pública, en las bolsas de valores de país, entre los inversionistas interesados. Los valores colocados deben contar con un mecanismo de garantía.
6. El patrimonio de propósito exclusivo entrega los recursos captados al originador.
7. El patrimonio de propósito exclusivo, con los recursos provenientes del activo transferido, paga a los inversionistas capital e intereses de acuerdo a lo estipulado en los valores.
8. Una vez que el patrimonio de propósito exclusivo ha cancelado los valores emitidos, se procede a su liquidación y de existir un remanente en el patrimonio se entrega al originador.

3.2.10 TIPOS DE VALORES MOVILIZADORES

Los Valores Movilizados pueden emitirse de contenido crediticio, de participación, mixtos o nominativos y a la orden bajo las siguientes características:

TÍTULOS DE CONTENIDO CREDITICIO.- Se los asimila como aquellos valores de renta fija, ya que incorporan el derecho a reclamar el capital invertido más el rendimiento financiero que hubiere generado, desde el momento de la emisión del

título según las condiciones de la emisión; en los cuales el patrimonio autónomo se obliga a la cancelación del principal y los intereses a los inversionistas, según las condiciones determinadas en cada título.

En este caso, los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al fiduciario adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos.

TÍTULOS DE PARTICIPACIÓN.- Se los asimila a valores de renta variable, como son las acciones, que son valores sin una renta determinada y en cuyas inversiones el emisor no garantiza la recuperación del capital invertido. El inversionista adquiere un derecho o alícuota en el patrimonio autónomo conformado por los activos objeto de la movilización. El inversionista no adquiere un título de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genera el negocio objeto del contrato.

TÍTULOS MIXTOS.- Es la mezcla de los dos anteriores. Son aquellos que de manera adicional a los derechos o alícuotas sobre el patrimonio o fondo puedan ser amortizables o puedan tener una rentabilidad mínima. Los valores no tienen que ser necesariamente de una sola clase; pues sobre la base del mismo patrimonio autónomo, pueden emitirse diversas clases de valores, distinguiéndolos por series que darán lugar a distintos derechos. En caso de existir una sola clase de valores, o diversas series, todos los valores de la misma clase o serie, tendrán o representarán los mismos derechos y obligaciones para sus tenedores.

TÍTULOS NOMINATIVOS Y A LA ORDEN.- La Legislación ecuatoriana establece la posibilidad de que los valores que se emiten en procesos de titularización puedan ser a la orden, es decir se negocian mediante endoso y entrega del título. De igual manera se establece la posibilidad de que en procesos de titularización se emitan títulos nominativos, los mismos que circulan en virtud de sesión inscritas en el registro del emisor.

OTRAS CARACTERÍSTICAS.- Por regla general, los títulos emitidos en desarrollo de procesos de titularización no pueden redimirse antes de un año, pero podrán contemplar amortizaciones parciales antes de un año si éstas no superan el 30% del valor de capital.

Los títulos no podrán tener un plazo superior al de la duración del patrimonio autónomo o fondo.

3.2.11 MECANISMOS DE COBERTURA

En los procesos de titularización deberán incorporarse mecanismos de cobertura que son aquellos que respaldan a los inversionistas ante cualquier riesgo que pueda afectar a los activos o bienes que constituyen el patrimonio autónomo dentro de un proceso de titularización. Un proceso de titularización puede estructurarse incorporando uno o más mecanismos de cobertura, sean internos o externos o una combinación de estos.

Estos mecanismos de cobertura tienen como objetivos:

- Minimizar riesgos.
- Lograr la optimización de los títulos.
- Incrementar la negociabilidad de los valores.
- Mejorar la Calificación de Riesgo de los valores que se emiten.

Existen dos tipos de mecanismos de garantía, los denominados internos y los externos:

3.2.11.1 Mecanismos Internos

Los mecanismos internos son aquellos que forman parte de la estructuración misma del proceso de titularización y no requieren de un agente externo. Así por ejemplo podemos mencionar:

- **Subordinación de la emisión:** Por el cual el originador suscribe una porción de la emisión en títulos que tienen el pago del interés o de principal o de ambos, sujeto a la condición de que se haya podido pagar los títulos no subordinados colocados entre el público.
- **Sobrecolateralización de la cartera:** Es el excedente o diferencial que se deja en poder del fiduciario, generado por la emisión de títulos por un valor inferior al valor de los activos con que se constituye el fideicomiso o el fondo, excedente contra el cual se imputan los siniestros y faltantes de los ingresos de la cartera titularizada.
- **Exceso del flujo de caja:** Es el excedente generado por el mayor valor entre el rendimiento que genera la cartera y el valor de los rendimientos de los títulos que se deja en poder del fiduciario, para castigar contra él los siniestros en el recaudo de la cartera.
- **Sustitución de la cartera:** Es la obligación que asume el originador de recibir del agente los créditos que resulten impagos o morosos reemplazarlos por otros créditos sanos.
- **Contratos de apertura de crédito:** A través de los cuales se disponga, por cuenta del originador y a favor del patrimonio autónomo, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio, las cuales deberán ser atendidas por el establecimiento de crédito a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio autónomo tomará la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito.
- **Aval del originador:** Las entidades originadoras de procesos de titularización podrán avalar las emisiones de nuevos valores emitidos en desarrollo de tales procesos, cuando se acredite capacidad patrimonial para ello.

Esta se determinará estableciendo el excedente sobre los siguientes factores: la sumatoria del capital, la prima en colocación de acciones y las reservas, disminuidas las pérdidas y el valor de las emisiones de bonos y de papeles comerciales en circulación, cuando sea del caso.

3.2.11.2 Mecanismos Externos

Los mecanismos externos son aquellos que requieren de la participación de un agente externo en el proceso de titularización. Como ejemplos principales tenemos:

- **Avales o garantías:** Conferidos por instituciones financieras y aseguradoras, que no tengan vinculación con quien transfiere los bienes o activos al patrimonio autónomo.
- **Seguros de crédito:** El asegurador se obliga a pagar al acreedor una indemnización por las pérdidas netas que sufra como consecuencia de la insolvencia de sus deudores.
- **Fideicomisos de Garantía:** En los cuales el patrimonio autónomo a cuyo cargo se emiten los títulos tenga la calidad de beneficiario.

3.2.12 TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS

La Ley de Mercado de Valores, en el artículo 143 señala como requisitos para que un activo sea titularizable los siguientes:

1. Que se trate de activos que existen o se espera que existan.
2. Que sean activos que conlleven la expectativa de generar flujos futuros determinables de fondos o de derechos de contenido económico.

3. Que el propietario de los activos los pueda disponer libremente, esto es que no estén gravados, ni exista ninguna limitación al dominio, prohibición de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias ni deberá estar pendiente de pago impuesto, tasa o contribución alguna.

Para que un activo sea titularizado debe reunir las siguientes características:

1. “Flujos de caja que sean predecibles.
2. Un bajo porcentaje de incobrabilidad y de morosidad.
3. Tasa Interna de retorno (TIR) del activo que sea mayor que la (TIR) que busca el inversionista en éstos valores.
4. Que los activos tengan amortización de capital e intereses hasta su extinción.
5. Diversificación de los deudores que generan los activos.
6. El activo que respalda la obligación debe tener alto valor de liquidación”.²²

CLASIFICACIÓN:

Los activos titularizables que la L.M.V. enumera son los siguientes:

1. *Valores representativos de deuda pública:* Es decir, bonos de gobierno, de entidades seccionales, podrían ser objeto de procesos de titularización, a fin de darles mayor profundidad en el mercado de valores.
2. *Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores:* Más que una definición de qué clase de activos, da la opción de que los títulos valores inscritos en el registro del mercado de valores que reúnan los requisitos que la ley establece puedan ser titularizados. Puede darse el caso de que existan valores inscritos en el registro del mercado de valores que no reúnan esos requisitos y que por lo tanto no puedan ser titularizados.

²² Novoa Galán, Raúl, Novoa Guzmán, Gabriela. DERECHO DE MERCADO DE CAPITALES. Editorial Jurídica de Chile, 1995.

3. *Cartera de crédito*: La ley deja la posibilidad de que la cartera provenga de cartera originada por entidades mercantiles y por instituciones financieras. Además podría incluirse cartera originada por personas naturales, siempre que ésta reúna los requisitos de ley.
4. *Activos y proyectos inmobiliarios*: En este rubro se incluyen inversiones inmobiliarias ya establecidas, como un centro comercial, que tiene un sistema de renta de sus locales, por lo que los flujos que recibe el propietario de dicho activo cumplen con los requisitos de ley. En el caso de los proyectos inmobiliarios, son variadas las posibilidades, ya que es un mecanismo que puede atraer inversionistas, para que adquieran una alícuota en dicho proyecto, con la expectativa de recibir una renta futura, proveniente del arriendo de las áreas o venta de las mismas.
5. *Activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros*: Determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años consecutivos.

Por lo tanto, las posibilidades de titularizar activos son amplias siempre que éstos cumplan con los requisitos de ley. Actualmente en el mercado internacional, se están titularizando activos provenientes de las remesas de los inmigrantes, un rubro que en el caso de el Ecuador es significativo y podría significar para el mercado de valores ecuatoriano una fuente de originación de títulos valores.

Cabe señalar que a pesar de que un activo cumpla con los requisitos señalados, no necesariamente significa que va a ser apto para ser titularizado. Es fundamental que los activos que van a ser titularizados se encuentren debidamente documentados.

3.2.13 ALTERNATIVAS DE TITULARIZACIÓN POR TIPO DE ACTIVO

La titularización representa un vehículo de financiamiento muy dúctil, que permite implementar una gran variedad de procesos de distinta índole, dependiendo básicamente del tipo de activo que se incorpora al patrimonio autónomo.

Podemos mencionar, en función de la experiencia internacional algunos ejemplos que han tenido lugar en diferentes mercados:

Inmobiliaria:

- Inmuebles construidos
- Proyectos de construcción (lote o sumas de dinero)
- Fondos inmobiliarios

Cartera:

- Hipotecaria
- De consumo
- Comercial

Flujos futuros:

- Actividad energética
- Obras públicas de infraestructura
- Prestación de servicios públicos

Títulos valores:

- Documentos de Crédito
- Otros activos

3.2.14 TITULARIZACIÓN DE OTROS ACTIVOS

Son múltiples y variadas las alternativas que conlleven a la titularización de activos, por lo que éstos últimos deberán cumplir con los requisitos que la ley establece en cuanto a su existencia, a la generación de flujos predecibles y cuantificables.

La titularización de flujos de remesas es un mecanismo importante de generación de valores en procesos de titularización en países como México. Entidades públicas como Municipios, no han explorado a fondo la posibilidad de financiar

sus actividades a través de la titularización de activos que se originan por ejemplo, en carteras relacionadas con los servicios de agua potable, recolección de basura. Posiblemente la volatilidad e inseguridad jurídica, política y económica del país de los últimos 5 años ha conspirado para ello.

3.2.15 TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA

La titularización inmobiliaria apareció en el mundo hace 50 años aproximadamente, como un intercambio de bienes y servicios. Actualmente se presenta como una alternativa de inversión que permite una transacción inmediata, ágil y fraccionada de los bienes raíces a través del mercado bursátil, ya sean en bolsa de valores, o en bolsas inmobiliarias especializadas como mercados amplios, nacionales e internacionales.

El comportamiento general de la economía muestra una relación inversa entre la tasa de interés y la inversión productiva. Cuando la primera está deprimida, resulta más rentable tomar el riesgo de invertir en actividades productivas, ya sea directamente, o a través de papeles emitidos por las empresas (bonos o acciones).

Al subir la tasa de interés, los inversionistas tienden a concentrar su capital en títulos de renta fija, postergando indefinidamente sus inversiones en el sector productivo. Esto se basa en la teoría Keynesiana, que explica el aumento en la economía, lo que permite un aumento de las rentas de los factores de la industria de bienes de inversión. Cuanto más baja es la tasa de interés, se estimula el crecimiento de la inversión, lo cual aumenta a su vez la demanda agregada.

Los inversionistas más renuentes al riesgo, prefieren invertir en la compra de activos fijos, pues obtienen rendimientos atractivos con bajos riesgos; pero deben sacrificar el beneficio de la liquidez.

En la teoría Keynesiana la tasa de interés se determina mediante la interacción de la preferencia de la liquidez y la cantidad de dinero, siendo su oferta y demanda las que determinan el precio. Keynes define a la tasa de interés como el precio pagado por el renuncio a la liquidez. La tasa de interés depende de la disposición psicológica, la preferencia por la liquidez.

La inversión en propiedad raíz es atractiva en la actualidad si se cuenta con ingentes recursos para invertir; mientras por ejemplo, la vivienda de interés social no ofrece grandes perspectivas de rentabilidad. Es conveniente contar con un mecanismo de asociación adecuado, para que los pequeños inversionistas puedan participar en la compra o realización de proyectos inmobiliarios de alto valor y atractiva rentabilidad, que se escapen de su presupuesto individual.

La titularización inmobiliaria no es más que la subdivisión del valor total del inmueble o proyecto inmobiliario, en un número determinado de títulos valores, que pueden ser comprados o vendidos por cualquier inversionista.

El pequeño inversionista puede comprar bajo esta modalidad una porción de un hotel, edificio de oficinas, clubes, etc., cuyo valor está muy alejado de su presupuesto. Además pueden liquidar la totalidad o una parte del número de títulos que posee en el momento que lo considere conveniente para satisfacer necesidades de liquidez.

En la titularización de inmuebles, pueden ser objeto del contrato los proyectos de construcción o los bienes inmuebles actuales. Dentro de este grupo se encuentra la posibilidad de conformar el patrimonio autónomo con inmuebles construidos, en los cuales se puede contemplar que los inversionistas que adquieran los títulos emitidos participen en la valorización del inmueble y/o en los ingresos generados por el arrendamiento del mismo. También se pueden definir variantes en cuanto al destino del inmueble una vez finalice la titularización, bien sea venderlo o aplicar una opción o compromiso de recompra por parte del originador.

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

Adicionalmente, la titularización inmobiliaria incluye el desarrollo de esquemas de titularización a través de fondos inmobiliarios, que son fondos comunes especiales destinados a invertir en inmuebles construidos, en proyectos inmobiliarios o en otros títulos emitidos en procesos de titularización inmobiliaria o de cartera hipotecaria.

Características de la titularización inmobiliaria:

- La estructura incluye mecanismos de seguridad que actúan como apoyo crediticio.
- Títulos valores de contenido crediticio o de participación.
- Nominativos o a la orden.
- Deberán ser calificados o avalados.
- Son títulos negociables en Bolsa.

Ventajas de la titularización inmobiliaria:

Originador:

- Obtiene recursos a bajo costo.
- En el largo plazo, puede conservar los inmuebles, ganándose la valorización.
- Obtiene beneficios tributarios en el proceso.

- Es una fuente de liquidez que no afecta cupos de endeudamiento con el sector financiero.

Inversionista:

- Invierte a largo plazo con una rentabilidad real satisfactoria.
- Para los inversionistas institucionales hay buena disponibilidad de cupos de inversión en títulos valores provenientes de procesos de titularización.

Alternativas de Titularización Inmobiliaria:

Los bienes inmobiliarios susceptibles de titularizarse son:

- *Inmuebles construidos*: Emitir títulos respaldados por el activo inmobiliario en sí, que puede constituir o no la transferencia de la propiedad del bien.
- *Proyectos de construcción (lotes o sumas de dinero)*: Emisión de títulos respaldados por los flujos de efectivo futuros del proyecto.
- *Fondos Inmobiliarios*: Son fondos comunes especiales destinados a Invertir en inmuebles construidos, en proyectos inmobiliarios o en otros títulos emitidos en procesos de titularización inmobiliaria.

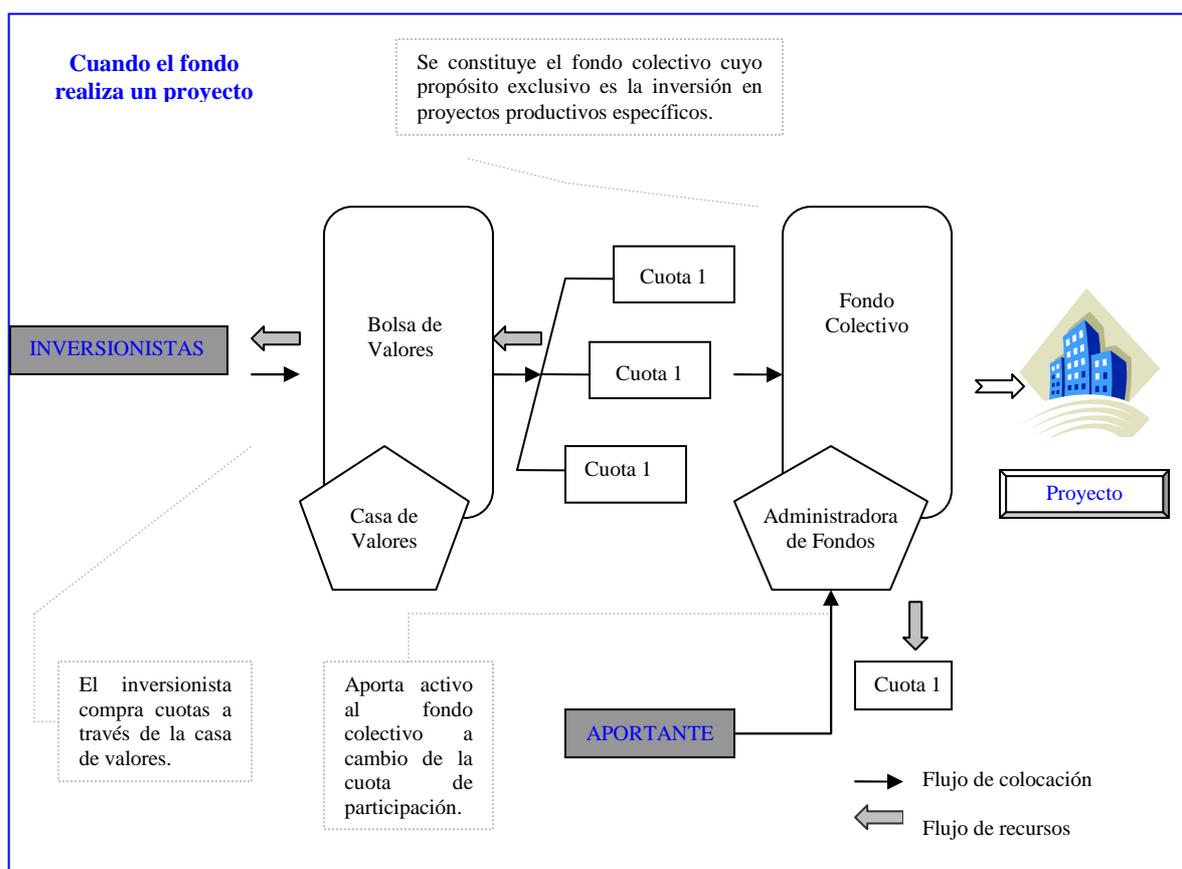
3.2.15.1 Titularización de Proyectos Inmobiliarios

Según el Art. 155 de la L.M.V., la titularización de proyectos inmobiliarios consiste en la emisión de títulos mixtos o de participación que incorporen derechos alícuotas o porcentuales sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido con el aporte de un bien inmueble, los diseños, estudios técnicos y de prefactibilidad económica, programación de obras y presupuestos necesarios para desarrollar un proyecto inmobiliario objeto de titularización.

El patrimonio de propósito exclusivo también puede constituirse en sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la ejecución del proyecto. El activo inmobiliario, sobre el cual se desarrollará el proyecto objeto de la titularización deberá estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias y no tener pendiente de pago los impuestos, tasas y contribuciones.

El inversionista es partícipe del proyecto en su conjunto, obteniendo una rentabilidad derivada de la valoración del inmueble, de la enajenación de unidades de construcción o, en general, del beneficio obtenido en el desarrollo del proyecto. El gráfico No. 13 muestra el esquema básico del proceso de un Fondo de Inversión para llevar a cabo un proyecto inmobiliario.

Gráfico No. 13
FONDO DE INVERSIÓN EN PROYECTOS



Fuente: Superintendencia de Compañías
Elaborado por: Las Autoras.

Normas particulares en la titularización de proyectos inmobiliarios:

1. Se emitirán solamente valores de participación o valores mixtos.
2. Se establecerá matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyectan sean generados por el proyecto inmobiliario objeto de titularización.
3. Se podrá emitir valores hasta el 100% del presupuesto total del proyecto inmobiliario.
4. Se determinará el índice de desviación en la generación de los flujos proyectados observando las normas mencionadas en líneas anteriores, aplicables a la titularización de inmuebles o activos inmobiliarios.
5. Se constituirá al menos uno de los mecanismos de garantía de los previstos en esta Ley y que son analizados en capítulos anteriores.
6. Contar con dos avalúos actualizados realizados por empresas de reconocida experiencia en la materia, del bien inmueble sobre el cual se desarrollará el proyecto inmobiliario, los cuales deberán haberse practicado dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del proceso de titularización.
7. Se obtendrá un certificado del Registro de la Propiedad correspondiente, en el que conste que sobre el terreno no pesa ningún gravamen.
8. Se presentará un estudio técnico económico del proyecto detallado que concluya razonablemente la viabilidad financiera del proyecto. Este estudio deberá contemplar además la factibilidad del proyecto así como la programación de la obra con su cronograma de ejecución.
9. En el presupuesto total del proyecto deberá incluirse el valor del inmueble y el costo de los diseños, estudios técnicos y de factibilidad económica, programación de obras y presupuestos, así como los valores correspondientes a administración, imprevistos y utilidades, incluyendo los costos de promoción y ventas.
10. El constructor deberá rendir declaración ante un Notario, en el sentido que acredite experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar envergadura.
11. Se incluirá la denominación de la compañía fiscalizadora de la obra.

- 12.** Se indicará la forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución de la obra. Este punto de equilibrio deberá considerar al menos la viabilidad legal, financiera y técnica para llevar adelante el proyecto. Las características que determinaron el punto de equilibrio deberán constar en el Reglamento de Gestión o Reglamento Interno de fideicomiso mercantil o fondo colectivo, según corresponda.
- 13.** Se adjuntará copia de la pro forma de la póliza de seguro emitida contra todo riesgo a favor del patrimonio autónomo de propósito exclusivo constituido. Una vez que se alcance el punto de equilibrio se deberá contratar la póliza respectiva sobre el inmueble donde se ejecutará el proyecto, con un plazo de hasta tres meses posteriores al vencimiento de los valores productos de la titularización o al prepago de los mismos, fotocopia de la póliza deberá ser remitida a la Superintendencia de Compañías hasta dos días después de ser suscrita.
- 14.** Se adjuntará copias de las preformas de las garantías bancarias o pólizas de seguros de fiel cumplimiento del contrato y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos, constituidas por el constructor, las cuales se enviarán a la Superintendencia de Compañías.
- 15.** Se presentará un estudio de factibilidad del proyecto.
- 16.** Se presentará la programación de la obra.
- 17.** El constructor deberá constituir y mantener a favor del patrimonio autónomo garantías bancarias o pólizas de seguros de fiel cumplimiento del contrato y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos.
- 18.** Determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto cuyas características deberán constar en el Reglamento de Gestión.
- 19.** Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V., es decir, se le faculta al C.N.V., el expedir normativa adicional, en función del tipo de proyecto y del desarrollo de mercado.

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.

3.2.15.2 Titularización de Bienes Inmuebles

1. *Conversión del inmueble en títulos:* En la titularización de una edificación existente, lo que comúnmente se trata es de facilitar el acceso a la propiedad de un inmueble a través de su transformación en títulos.

El patrimonio autónomo representado por una fiducia y constituido con una edificación determinada, emite títulos que indirectamente conceden un derecho al tenedor, privilegio que es similar, aunque diferente, al derecho de propiedad.

Al ser el patrimonio autónomo el real propietario del inmueble, y los suscriptores de los títulos, los dueños del patrimonio, éstos últimos son los titulares indirectos del inmueble, de análoga manera o como ocurriría con el esquema de una sociedad, en la que ésta es la propietaria de los activos y los accionistas son dueños indirectos. La valorización del inmueble suele ser el atractivo del título ofrecido, que, en éste caso reviste la forma de los denominados títulos de participación, y que acrecerá al inversionista al momento de ser liquidado al patrimonio autónomo, y recaudado el mayor valor respectivo.

2. *Combinación de formas:* También es posible combinar en este tipo de mecanismo, la valorización con una rentabilidad derivada de un flujo de caja, como el proveniente del arrendamiento del inmueble. O incluso, limitar la titularización a este último esquema.

Beneficios de la titularización de inmuebles:

1. La construcción es un sector importante de la economía, entre otras razones, por el hecho de que utiliza intensivamente mano de obra y porque impulsa, mediante la demanda de sus productos, el desarrollo de otros sectores productivos.

2. La propiedad inmueble se constituye en un mecanismo de ahorro rentable para los inversionistas en la medida en que su valorización supera ampliamente el índice inflacionario.
3. Hasta ahora, el mercado de valores no ha ofrecido al pequeño ahorrador o inversionista suficientes posibilidades de invertir en títulos representativos de un derecho sobre un inmueble o proyecto inmobiliario.
Este mecanismo se instituye como una posibilidad adicional de canalizar el ahorro privado (individual e institucional) hacia la actividad constructora desarrollada tanto por agentes privados como públicos.

Los activos inmobiliarios a ser titularizados deberán estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias y no tener pendiente de pago los impuestos, tasas y contribuciones. El patrimonio de propósito exclusivo así constituido, puede emitir valores de participación, de contenido crediticio y mixto.

Requisitos que deben cumplirse en la titularización de inmuebles:

La L.M.V., en el artículo 154 dispone que en todo proceso de titularización de inmuebles el agente de manejo deberá cumplir lo siguiente:

1. Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyectan sean generados por el inmueble a titularizar.
2. Se deben emitir valores hasta el 90% del valor presente de los flujos futuros proyectados que generará el inmueble durante el plazo de la emisión de valores, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la tasa activa referencial señalada por el Banco Central para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta 30 días.

3. Se determinará el índice de la desviación en la generación de los flujos proyectados observando las normas de carácter general que determine el C.N.V.

3.2.15.3 Titularización de Proyectos de Construcción

La otra clase de titularización de inmuebles, es la relativa a proyectos de construcción, en la cual de idéntico modo a como ocurre en cualquier proyecto de este tipo, el riesgo es mayor, pero mayores son también las probabilidades de lograr una alta rentabilidad dados los márgenes tan amplios con los que se trabaja, derivados en buena parte de los menores costos financieros que conlleva el autofinanciarse y del riesgo que se asume, el cual, no está presente en un inmueble terminado.

Visto desde otro punto, puede también mencionarse, que en la titularización inmobiliaria, existen dos modalidades básicas que se instrumentan a partir de títulos de participación: una que supone el recibo de una unidad física resultante, de análoga manera a como ocurre con las diversas formas de fiducia inmobiliaria, y otra que implica la venta del inmueble a un tercero o terceros, para así generar el ingreso de la correspondiente valorización, que será destinado al propietario del respectivo título de participación.

3.2.16 TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DE FONDOS EN GENERAL

En el caso de procesos de titularización de flujos de fondos en general, se deberá acreditar la relación jurídica en virtud de la cual el agente originador tiene derecho a percibir los flujos a titularizar, sean estos flujos existentes en virtud de relaciones jurídicas contractuales contraídas con anterioridad, o flujos futuros relacionados por ejemplo, con proyectos de titularización de actividades energéticas, obras públicas de infraestructura o prestación de servicios públicos.

La emisión de estos títulos con cargo a flujos en general podrá efectuarse por la totalidad o por un segmento del respectivo flujo; en este último caso, dicha emisión podrá hacerse hasta por el monto que fije el C.N.V., para el segmento correspondiente.

3.2.17 COSTOS EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Se pueden dividir a los costos en dos tipos: los costos de emisión y los de colocación.

Componentes de los costos de emisión

➤ **Costos de Estructuración:** Dependiendo del tipo de titularización, la estructuración de los procesos del mismo, requiere de personal especializado, que cumpla con requerimientos específicos, tales como: cálculo del índice de siniestralidad, determinación del índice de desviación general, mecanismos de garantía, etc. Esta función generalmente es realizada por las casas de valores, a través de los servicios de asesoría.

➤ **Agente de Manejo:** Las funciones las debe realizar una sociedad administradora de fondos y fideicomisos. La responsabilidad del agente de manejo alcanza únicamente a la buena administración del proceso de administración, desde el inicio hasta la total redención de los valores titularizados, por lo que este costo se mantiene durante toda la vigencia de la titularización.

➤ **Costo de Calificación de Riesgo:** Este costo involucra la calificación de riesgo de los valores emitidos en un proceso de titularización. Se debe contar con al menos una calificación de riesgo, que debe ser emitida por una sociedad calificadora de riesgo legalmente establecida y autorizada por la Superintendencia de Compañías. Los costos de calificación de riesgo involucran la calificación inicial y los procesos de revisión de la calificación que tiene costos adicionales, y que están en función del plazo de vigencia de la titularización.

La mayor o menor incidencia de estos costos dependen principalmente del plazo de vigencia de la emisión, costos con un comportamiento más estable y coherente, sin embargo, podrían ser más homogéneos si existiese mayor transparencia en la información.

↗ Costo del Agente Pagador: El agente de manejo debe designar un agente pagador que puede ser la propia fiduciaria o una institución financiera. Este costo se mantiene durante todo el plazo de vigencia de la titularización.

↗ Costo de Auditoria Externa del Fideicomiso: Esta auditoria debe efectuarse anualmente. En un proceso de titularización, la auditoria externa del fideicomiso mercantil, constituye un costo adicional. Este costo está en función del plazo de vigencia de la titularización.

↗ Costos de Custodio: Esta función la puede desarrollar una entidad financiera o el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVAL), esta entidad está autorizada por la SIC para recibir en depósito valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, ya sea títulos, o anotación en cuenta cuando se trate de valores desmaterializados, siendo una de las funciones la custodia de valores. El costo de custodio se mantiene por el total de la vigencia de la emisión.

↗ Costo de Inscripción en el Registro de Mercado de Valores: Se deben inscribir los contratos de fideicomiso mercantil. El Consejo Nacional de Valores, establece la tarifa de contribución que anualmente deben pagar los fideicomisos mercantiles²³, tarifa que está en función del monto patrimonial del fideicomiso reflejado en el balance del año anterior del pago. También se establece la tarifa que se debe pagar por la inscripción en el RMV, de los valores producto de la titularización, la cual se realiza una sola vez y que se la fija en el 0.5 por mil del monto total de la emisión, con un máximo US\$ 2500.

²³ Resolución No. CNV-002-2004

↗ Otros Costos: En este rubro se han agrupado otros gastos en los que incurre el originador del proceso de titularización, tales como: gastos de publicidad para el lanzamiento de la oferta pública, impresión o edición de los prospectos de oferta pública, gastos de publicación, gastos de constitución del fideicomiso mercantil.

Componentes de los costos de colocación primaria

↗ Costos de inscripción en las Bolsas de Valores

Las bolsas de valores han establecido en sus estatutos sociales que el Directorio respectivo establezca un régimen de tarifas para el cobro de cuotas de inscripción y cuotas anuales de mantenimiento de las mismas. En la Bolsa de Valores de Quito, para los productos de titularización se establece la tarifa correspondiente a dos por diez mil calculadas sobre el activo del patrimonio de propósito exclusivo. La tarifa de inscripción deberá ser cancelada por una sola vez y debe efectuarse previo a la negociación de los valores, mientras que las de mantenimiento se los deberá hacer anualmente.

↗ Costo de Comisión por Negociación Primaria de Valores

Existen dos tipos de costos de comisión por colocación primaria, la comisión que corresponde a la Casa de Valores, por el servicio de intermediación bursátil o extrabursátil. Por otro lado, está el costo de la comisión que percibe la bolsa de valores por el uso de las instalaciones y mecanismos de negociación bursátil.

- ✓ *Costo de Comisión Casa de Valores:* El proceso de oferta pública de los valores provenientes de un proceso de titularización lo realiza el Operador de Valores autorizado por la Casa de Valores responsable de la colocación primaria. Respecto de este servicio señala que las comisiones que cobren las casas de valores a sus clientes serán estipuladas libremente por los contratantes, sin que se pueda invocar tarifas o aranceles determinados por asociaciones, entidades gremiales y otras personas.

- ✓ *Costo de Comisiones Bolsa de Valores:* Las tarifas vigentes para el cobro de comisiones son:
 - ♣ *Bolsa de Valores de Quito:* En las negociaciones realizadas con valores emitidos en divisas, se cobran las siguientes comisiones: en operaciones con valores de renta fija con plazos superiores a un año, el 0.10 % fijo. Las comisiones establecidas son calculadas sobre el valor efectivo de las transacciones.
 - ♣ *Bolsa de Valores de Guayaquil:* En las negociaciones realizadas por cada posición de compra y/o venta, la Bolsa de Valores de Guayaquil cobrará las siguientes comisiones: Para operaciones que se realicen en cualquiera de los mercados, a excepción del Reporto, la comisión de piso de bolsa será del 0.05% y se calculará de acuerdo al plazo y tipo de operaciones o la comisión mínima establecida, el valor que sea mayor. La comisión de piso de bolsa para las negociaciones realizadas el último jueves de cada mes o el último día laborable de cada mes, será del 0.05% y se calculará de acuerdo al plazo y tipo de operaciones o la comisión mínima establecida, el valor que sea mayor. En operaciones de Renta Fija a Largo Plazo: "Mayor a 360 días 0.09% flat, calculado sobre el valor efectivo de cada transacción, o la comisión mínima establecida, el valor que sea mayor".

Costos Financieros

La titularización involucra también un proceso de Oferta Pública para la colocación primaria de los valores titularizados, que se realiza a través de las bolsas de valores. Los valores que se emiten en el caso de ser títulos de renta fija, salen al mercado con una tasa de interés definida en el proceso de estructuración, parte económico-financiera, en base a varios factores externos e internos, señalados en el proceso de estructuración y destacados en el prospecto de oferta pública, a los que se suma las condiciones del mercado al momento de la colocación.

Otro factor importante es el grado de aceptación que tienen los valores emitidos, lo cual se refleja al momento de la colocación, ya sea con descuento (en cuyo caso representa un costo adicional para el originador del proceso), a la par o con premio.

La titularización constituye un mecanismo de financiamiento del mercado de valores con poca trayectoria en el país, que se ha dinamizado en el último año, y ha sido aplicado por el Sector Financiero exclusivamente, la muestra considerada es poco representativa, por lo que el análisis se concreta a evaluar la incidencia de los costos tanto de emisión como de colocación, en la estructura de costos del proceso de titularización y medir el peso de los costos totales frente al monto colocado.

➤ Análisis de los Costos de Emisión y Colocación

Es necesario tener en consideración que la Corporación de Titularización Hipotecaria (CTH) constituye una institución en condiciones especiales, pues está autorizada para realizar por sí misma varias funciones como la de ser agente de manejo, emisor y estructurador. Ello implica que al utilizar personal e infraestructura propia de la organización, los costos presentados sean menores que en otros casos. Esta situación se refleja principalmente al analizar la participación de los diferentes rubros que conforman los costos de emisión, en donde se presentan diferencias sustanciales.

En efecto, en el caso de las titularizaciones los costos totales anualizados imputables a los procesos de emisión han representado entre el 0.90% y el 0.98% de los montos colocados; estos porcentajes sumados a las tasas que consignan los respectivos títulos, que varían entre 7.75% y 10.25%, dan costos totales que en el peor de los casos alcanzan al 11.23%, tasa que resulta inferior a la que cobró la banca privada al sector corporativo a mayo del 2006 que fue del 14.67%.

CAPÍTULO IV

4.1 LA ACTIVIDAD DE LA CONSTRUCCIÓN

El sector de la construcción se ha convertido en un aporte importante dentro del desarrollo y crecimiento económico del país. Un paso fundamental para la estructuración y crecimiento de este sector fue a partir de los años setentas, con el descubrimiento del petróleo, que permitió al sector público contar con altos ingresos fiscales, lo que hizo posible realizar grandes obras de infraestructura. El sector de la construcción contribuía con aproximadamente el 5,7% del PIB del país. Durante éste período se establecieron las más importantes empresas constructoras ecuatorianas.

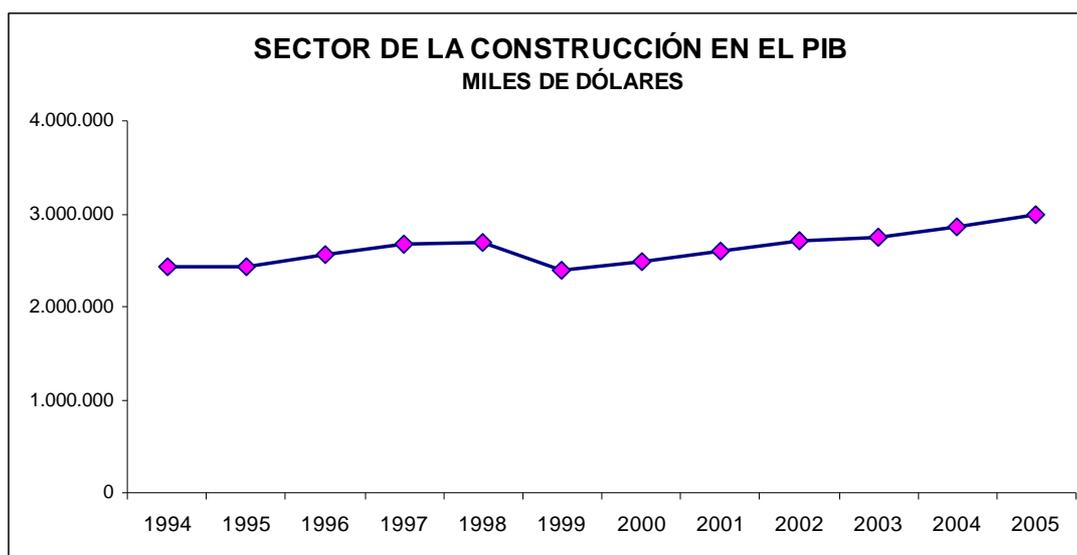
Después de esto, en 1983, la construcción comenzó a decaer, las tasas de crecimiento se tornaron inestables y siempre menores al promedio del PIB. La tasa más baja, según el Banco Central del Ecuador, fue en 1990 con una cifra negativa del 14,8%. En promedio, el sector decreció en un 2,6% anual hasta 1993, y su participación en el PIB se redujo hasta llegar a niveles del 2,5% del total en el mismo año.

Varias empresas constructoras quebraron debido a la crisis económica a la cual es particularmente sensible éste sector, así como el alto nivel de endeudamiento externo privado.

Los cortes de crédito externo obligaron al Estado Ecuatoriano a ajustar sus inversiones en infraestructura; la inestabilidad económica ahuyentó la inversión y generó un proceso inflacionario. Esto por un lado comprimió el ahorro, y por otro, elevó el costo, redujo los plazos y disminuyó la magnitud de los créditos. Las devaluaciones monetarias elevaron los costos de los materiales de construcción importados.

Por su parte el Gobierno implantó una serie de mecanismos que beneficiarían a los inversionistas privados, en particular la nueva Ley de Mercado de Valores, la entrega a manos privadas de obras de transporte, como autopistas y aeropuertos, y el otorgamiento de concesiones para la construcción de proyectos de infraestructura.

Gráfico No. 14



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: Las Autoras

Durante el período 1995-2005 se produjeron varios hechos relevantes en la economía ecuatoriana que incidieron en el sector de la construcción, como lo muestra el gráfico No. 14, hechos que se describen a continuación:

En el año 1995 se vivieron cuatro hechos fundamentales que afectaron gravemente el desenvolvimiento de la economía:

- La guerra del Cenepa,
- La crisis eléctrica,
- La crisis política, y ;
- La suspensión de la ampliación del oleoducto.

Para 1996 el país vivió un bajo nivel de actividad económica, debido al cambio de Gobierno. La inversión entró en un compás de espera, la inflación cambió su tendencia y el tipo de cambio superó los S/.3000.00, ubicándose continuamente en el tramo superior de la banda, por su parte, las tasas de interés continuaron altas.

Inmerso en todo éste panorama, el sector de la construcción es uno de los más afectados, al depender directamente de los gastos de inversión cuando estos son contraídos, la actividad del sector disminuye inmediatamente. Las consecuencias del conflicto se manifestaron de diversas formas:

- El atraso en el pago de planillas.
- La inestable situación financiera de los constructores e incluso la quiebra de muchos de ellos.
- La disminución en las ventas de los insumos principales de la construcción con las consiguientes pérdidas para los comerciantes e industriales.
- La disminución de las fuentes de trabajo.

En 1997, la crisis del año anterior continuó, agravada por el problema político de febrero, el derrocamiento del presidente Abdalá Bucaram. Las decisiones de inversión en el campo inmobiliario se difirieron, muchos proyectos se vieron afectados por la falta de ventas, teniendo que incurrir en costos financieros, pese a lo cual, para el segundo trimestre del año se empezó a notar una leve reactivación del sector, reflejada en la culminación de algunos proyectos y en la cristalización del producto terminado de muchos de ellos, lo que sin duda ayudó al apalancamiento de los mismos.

Para 1998 el sector continuó deprimido, agravado por la inestabilidad política, lo incierto de un año electoral, el fenómeno de El Niño, entre otros, que coadyuvaron a la crisis económica generalizada, en la cual obviamente el sector de la construcción también decayó.

A partir de la crisis de 1999, el sector de la construcción comienza una etapa de crecimiento constante. Existen varios factores que han influido directamente en éste comportamiento. En primer lugar, la brusca caída en el crecimiento que se evidenció en 1999 (-7,98%) ha permitido niveles de recuperación considerables. Además, el proceso de dolarización otorgó una mayor tranquilidad a los agentes económicos y por lo tanto una actitud de mayor interés por construir.

Según la última encuesta de coyuntura del Banco Central del Ecuador (Anexo #2), el sector de la construcción ha evidenciado un incremento en el número de obras construidas, ha aumentado el nivel de empleo y ha utilizado con mayor intensidad su maquinaria y equipo. A futuro, se garantizaría la tendencia actual puesto que el número de contratos suscritos y la temporalidad de los mismos permiten un crecimiento sostenido.

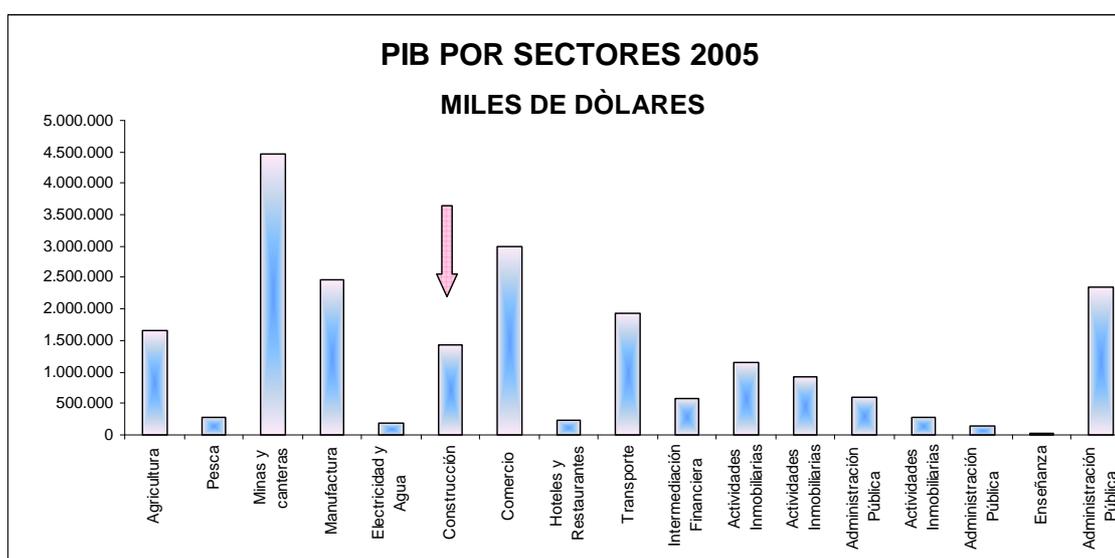
El proceso de construcción del oleoducto también significó un incremento en la sub-rama de obras de infraestructura, la cual tiene una participación representativa en el sector de la construcción en su conjunto.

En el primer trimestre del año 2005, el sector de construcción y obras públicas presentó un crecimiento de 0,5%. Esta leve recuperación de la industria de la construcción (integrada por la construcción de obras de infraestructura, vivienda y otras obras) con relación al anterior trimestre, fue un reflejo del aumento del volumen de obras construidas en el segmento de vivienda y otras obras, a diferencia de la construcción de obras de infraestructura, que habría experimentado una reducción.

De acuerdo a los empresarios que realizaron la Encuesta de Coyuntura trimestral del sector, la actividad de construcción de vivienda se habría visto favorecida por el incremento de la demanda de viviendas dada la apertura de líneas de crédito bancario para compra de vivienda, y por el ingreso de divisas al país proveniente de las remesas de los emigrantes ecuatorianos. También expresaron que su actividad se vio estimulada debido a que los costos de materiales como de mano de obra se mantuvieron estables en este trimestre.

En la actualidad el PIB tiene un importante aporte de varios sectores económicos-productivos del país, entre los principales se encuentra el sector de la construcción, como lo muestra el gráfico No. 15. El crecimiento del sector de la construcción ha contribuido al incremento del PIB en 0,8%, con una tasa de crecimiento anual del 10,5%. A pesar de ser el séptimo rubro más representativo y tener gran incidencia dentro del PIB, este sector es muy vulnerable al entorno socioeconómico que enfrenta el país.

Gráfico No. 15



Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaborado por: Las Autoras.

El sector de la construcción se ha beneficiado de la pérdida de credibilidad por parte de los agentes económicos en invertir en el sistema financiero y por lo tanto su preferencia en inversiones inmobiliarias, que si bien representan activos menos líquidos, tienen un menor riesgo.

La influencia del sector de la construcción en la economía es representativa debido a que por cada dólar que se invierte en construcción, se mueven 2,5 dólares en la economía. El nivel de ocupación en esta rama ha aumentado en los últimos 3 años, el personal ocupado en la construcción representó más del 7% de la población ocupada total.

4.2 EL SISTEMA FINANCIERO Y EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN

En la actualidad, el financiamiento privado para la compra, construcción o ampliación de vivienda en el Ecuador, proviene de dos fuentes principales: el sistema financiero, principalmente bancos y mutualistas; por otro lado, los promotores y constructores de viviendas que otorgan crédito directo a sus clientes. En esta modalidad, se calcula que no más del 60% de un proyecto se vende a crédito, (50% crédito directo del constructor y 50% crédito de los bancos), el otro 40% se vende al contado.

El volumen de crédito del Sistema Bancario nacional, durante el 2005, alcanzó US\$ 8.688 millones, que representa el 26,27% del PIB.

Cuadro No. 4
VOLÚMEN DE CRÉDITO Y PIB POR SECTOR
A Septiembre 2005
Millones de dólares

SECTOR	CRÉDITO	PIB
Agricultura, caza, pesca y silvicultura	571	2.328
Construcción	359	2.306
Electricidad, gas y agua	14	522
Explotación de minas y canteras	64	6.321
Industria Manufacturera	1.880	3.255
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	235	5.168

Fuente: Banco Central del Ecuador, Superintendencia de Bancos
Elaborado por: Las Autoras

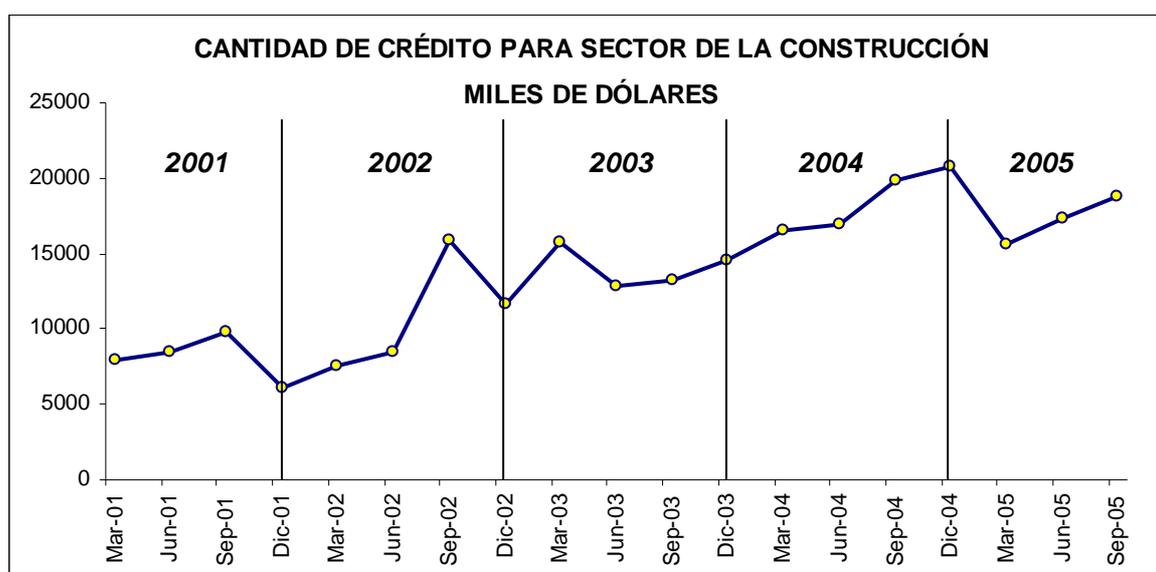
En el cuadro No. 4, se observa que el volumen de crédito para la construcción fue de US\$ 359 millones, que representa el 16% del PIB del sector.

Para el sector de la construcción, hasta octubre de 2005, de cada dólar prestado por la banca, 9 centavos se destinan al crédito de vivienda; en el último año el número de beneficiarios aumentó en 10%, beneficiando a 26 mil clientes con un promedio de crédito de 22 mil dólares. El monto total de crédito a este sector productivo fue de 578 millones de dólares con un crecimiento anual del 38,28%.

Por otro lado, 86 centavos de cada dólar prestado como crédito de vivienda corresponden a plazos mayores a un año. Es decir, que se está financiando vivienda a un plazo más largo. Alrededor de 99 centavos por cada dólar prestado por la banca como crédito de vivienda financia a clientes con menor riesgo.

Actualmente, existen 25 bancos que compiten en los distintos segmentos de mercado con varios productos financieros. En el Ecuador los cinco bancos más grandes concentran el 67% de los activos. Esto muestra que en el país existe, dentro del sistema financiero, un mercado oligopólico que domina a este sector y no permite el desarrollo normal de los demás intervinientes.

Gráfico No. 16



Fuente: Banco Central del Ecuador.

Elaborado por: Las Autoras.

El gráfico No. 16 explica la evolución del crédito en el sector de la construcción en el período 2001-2005. Se analizan los datos a partir del 2001, porque en este año se consolida la dolarización y se obtienen datos homogéneos que facilitan una correcta interpretación del crédito en dicho sector. Se observa que el crédito para el sector de la construcción tiene una tendencia al alza, la cual demuestra la necesidad de financiamiento en un sector que se encuentra en constante crecimiento.

El aspecto financiero o la provisión de recursos monetarios en el sector de la construcción, se desenvuelven en el campo de la construcción de obras públicas y en las obras de vivienda realizadas por el sector privado. Tanto el sector público como el sector privado cuentan con instituciones financieras que promueven el equipamiento de los sistemas y de las edificaciones emprendidas en el sector.

4.3 TITULARIZACIÓN Y EL MERCADO BURSÁTIL

En el período 1994-1999 las negociaciones bursátiles experimentaron un crecimiento significativo, pues desde 796 millones de dólares en 1994 llegaron a 5.948 millones de dólares en 1999, lo que representa una tasa promedio de crecimiento anual del 49,5%; sin embargo es importante remarcar que las negociaciones efectuadas durante el año 2000 salen de este contexto, pues bajaron a 2.771,4 millones de dólares, lo que significa una contracción del 53,4%, lo cual se atribuye a la crisis económica del país y a la del sector financiero, así como a sus efectos negativos en los diferentes agentes del Mercado de Valores.

En 1999 cuando el ambiente financiero se conmocionó por la decisión del Congreso de establecer un impuesto a la circulación de capitales y de confiar a la AGD los procesos de liquidación de los bancos quebrados, los agentes acudieron masivamente a transar en Bolsa, tratando de minimizar sus pérdidas.

Luego de superada la crisis y con una economía estable, las empresas que acuden a las Bolsas de Valores están dispuestas a exhibir sus resultados a sus potenciales inversionistas. No se puede esperar que esos inversionistas coloquen sus recursos sin saber a dónde se los destinará, pero esta dificultad desaparece con la generación de información que permite elegir las opciones más atractivas. Según declaración del técnico de la Bolsa de Valores, Álvaro Troya, todas las negociaciones realizadas en la Bolsa, son previamente analizadas por todos los posibles compradores, ya que disponen de toda la información necesaria.

La Bolsa de Valores regula las transacciones, fija comisiones y márgenes, y proporciona información honesta y simétrica, procedimientos que garantizan el funcionamiento de un mercado competitivo.

A partir del momento que la economía ecuatoriana adoptó el sistema de dolarización, el mercado bursátil ha experimentado una importante recuperación. Anteriormente el mercado era absolutamente dependiente de las emisiones y de la participación del sector público, sin embargo, los aproximadamente US\$ 120 millones que se dieron en el año 2003, en emisiones de obligaciones y productos de titularización denotan que el Mercado de Valores ha tenido un mayor dinamismo, señala la presidenta ejecutiva de la Bolsa de Valores de Quito, Mónica Villagómez de Anderson.

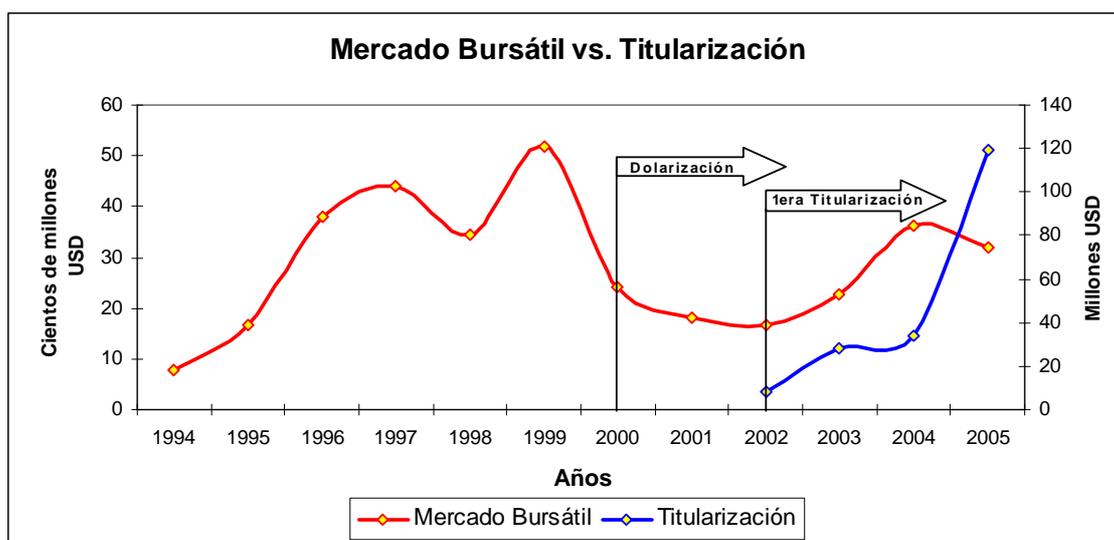
Entre el año 2001 y el 2003 el número de emisiones y titularizaciones pasó de 6 a 15 por año, mientras que los montos negociados prácticamente se multiplicaron por 8. Los plazos promedios de esas operaciones se han duplicado y las tasas de rendimiento de sus primeras colocaciones han sido más convenientes que las tasas de interés prevalecientes en el sistema bancario.

En el período enero-diciembre del 2005, el volumen de transacciones en el mercado bursátil nacional alcanzó los US\$ 3.496,6 millones, correspondiendo el 53,6% (US\$ 1.873,3 millones) a negociaciones efectuadas a través de la Bolsa de Valores de Guayaquil y el 46,4 % (US\$ 1.623,3 millones) a negociaciones en la Bolsa de Valores de Quito.

El volumen de negociación bursátil a nivel nacional durante el primer trimestre del año en curso alcanzó a US\$ 898,4 millones. De este valor las Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito participaron con el 51,1% (US\$ 459,1 millones) y el 48,9% (US\$ 439,2 millones) respectivamente.

Con respecto al comportamiento registrado en similar período del año 2005, se presenta un incremento del 15,8% que obedece al importante crecimiento observado en las negociaciones de valores emitidos por el Sector Privado tanto financiero como mercantil, principalmente de renta fija y en menor proporción en renta variable; cuyo aumento transaccional en valores absolutos es de US\$ 210,2 millones, mientras que las transacciones del Sector Público registran una disminución de US\$ 87,3 millones, tendencia que permanece latente durante este primer trimestre del año en curso.

Gráfico No. 17



Fuente: Superintendencia de Compañías

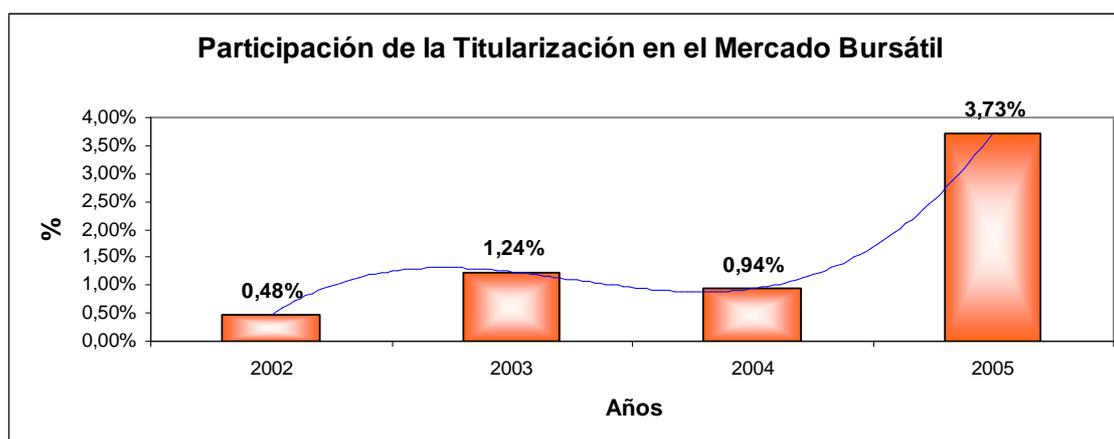
Elaborado por: Las Autoras

La recuperación del mercado bursátil viene apoyada por la titularización, la cual ha inyectado en el mercado bursátil más de US\$ 180 millones en los últimos años, aunque la participación de la titularización en este mercado es sumamente baja como lo muestra el gráfico No. 17, es importante recalcar el crecimiento vertiginoso que tiene este nuevo instrumento de financiamiento el cual en tan solo

4 años pasa del 0,48% al 3,73% de participación en el mercado bursátil, como lo indica el gráfico No. 18, lo que hace prever, si se mantiene la tendencia, que la titularización en pocos años pasará a ser un componente principal del mercado bursátil, dinamizándolo e incentivando la participación de los diferentes agentes involucrados en el mercado.

Además es importante mencionar que la inversión exitosa en proyectos de titularización, propicia una mayor eficiencia en el mercado bursátil, gracias a la mayor cantidad de títulos con las que contaría el mercado, a una mejor asignación de los recursos y a una mayor competitividad en el mercado.

Gráfico No. 18



Fuente: Superintendencia de Compañías

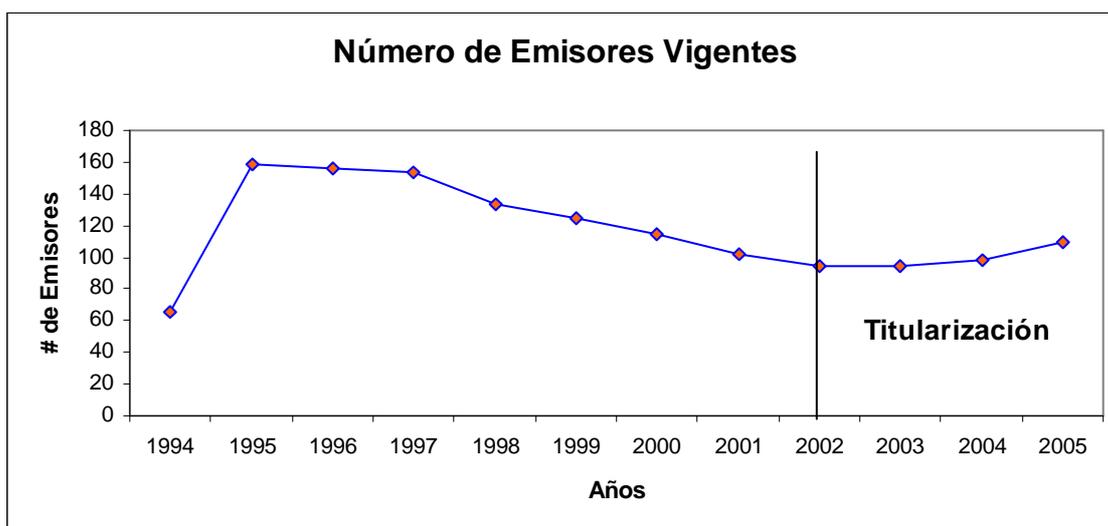
Elaborado por: Las Autoras

Un hecho a destacar es la importancia que viene adquiriendo la negociación de valores provenientes de procesos de titularización, pues de un monto de US\$ 31,8 millones en el año 2004 se pasa a US\$ 119,03 millones en el 2005, equivalente a un crecimiento del 225,2 %; dicho monto representa el 3,73% del total de transacciones; en éste contexto uno de los principales participantes de éste efecto dinamizador son los inversionistas, que en su búsqueda de mayores rendimientos y diversificación, volvieron a considerar atractivas las inversiones en Ecuador. Con ello los esfuerzos orientados al desarrollo del mercado de títulos respaldados por activos e hipotecas han ido ganando terreno.

Los emisores usan este tipo de financiamiento como fuente alternativa y más barata de recursos; especialmente en mercados emergentes, donde la titularización puede proveer financiamiento valioso cuando otras fuentes sean escasas.

Entre enero y diciembre del 2005 se autorizaron ocho procesos de titularización, todos fueron de contenido crediticio con la excepción de los Proyectos de Zonas Francas del Guayas (Zofragua) y Omni Hospital, lo cual demuestra que las entidades del sector real han iniciado su utilización, que anteriormente fue explotado únicamente por las instituciones del sector financiero.

Gráfico No. 19



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: Las Autoras

El número total de emisores ha tenido un decrecimiento continuo durante el período 1995 – 2002, como lo muestra el gráfico No. 19, pero a partir del 2002 por la existencia de una mayor confianza en el mercado, debido a la estabilidad económica del país y del mercado bursátil, y la aparición de la titularización como nueva herramienta de inversión, el número de emisores se ha incrementado.

El total de emisiones de valores cuyas ofertas públicas fueron autorizadas en el año 2005, registró un monto de US\$ 467,7 millones, el cual es notablemente mayor al observado en el año 2004, que fue de US\$ 112,45 millones, lo que equivale a una tasa de crecimiento anual del 315,9 %. Este monto total se desglosa en US\$ 343,8 millones en obligaciones (incluidos US\$ 236,5 millones de papel comercial), US\$ 119,0 millones en titularizaciones y US\$ 4,9 millones en acciones.

Esta importante evolución experimentada en el segmento de emisores del mercado nacional de valores, fue el resultado de varios factores impulsados por las autoridades institucionales orientados a favorecer el desarrollo de este mercado, entre los que cabe destacar la mayor agilidad en la aprobación de los procesos de oferta pública; y, la simplificación que se le dio a los trámites de papel comercial, haciéndolo al mismo tiempo más atractivo por sus menores costos, lo cual favoreció el notable despegue de su uso.

A esto se suma la mayor utilización del mecanismo de titularización por parte las instituciones del sector financiero, así como de la emisión de obligaciones por parte de instituciones de los sectores financiero y mercantil.

Lo señalado constituye un indicador certero del retorno de la confianza en el mercado de valores por parte de sus diferentes partícipes, que se viene produciendo una vez superada la inestabilidad política del año 2004.

La titularización permite obtener capital de largo plazo. Esto es extremadamente importante en economías emergentes donde a menudo los recursos a largo plazo escasean y donde los activos son por naturaleza de corto plazo. Por esta razón la titularización beneficia tanto a emisores como inversionistas.

4.4 CASO PRÁCTICO

La titularización constituye un mecanismo de financiamiento del mercado de valores con poca trayectoria en el país, la cual se ha dinamizado últimamente, y ha sido aplicado por el Sector Financiero exclusivamente; por lo tanto se plantea como ejemplo el caso práctico del denominado “Fondo Colectivo de Inversión Inmobiliaria Catedral”, para determinar las diferencias existentes entre la titularización inmobiliaria y el crédito bancario.

Las principales características del Fondo Catedral son las siguientes:²⁴

INFORMACIÓN GENERAL

La creación del FONDO COLECTIVO DE INVERSIÓN INMOBILIARIA CATEDRAL, tiene por objeto permitir que varias personas naturales y jurídicas integren sus dineros, para invertir en un edificio ubicado en la ciudad de Quito, Ecuador, en un lote de 1.002,5 m² (20m x 50m aproximadamente), en la Avenida República de El Salvador # 950, entre Naciones Unidas y Portugal. La obra consiste en un edificio de oficinas Clase A, de 11 pisos de altura, planta baja y 5 subsuelos.

PARTICIPANTES

Participarán en el Fondo Colectivo Inmobiliario Catedral:

- ✓ Las personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras que, en cualquier momento, durante la oferta pública del fondo o en el tiempo de vigencia del Fondo Inmobiliario Catedral, se adhieran bajo contrato de incorporación en el primer caso o por negociación secundaria en el segundo, a las cláusulas contenidas en el Reglamento Interno del Fondo y que, adicionalmente entreguen recursos destinados a formar parte del Fondo en cuestión y que

²⁴ Prospecto de Oferta Pública Fondo Colectivo de Inversión Inmobiliaria Catedral, referirse al documento completo ANEXO #1

sean recibidos para tal fin, quienes actuarán como CONSTITUYENTES. Los recursos entregados por personas naturales o jurídicas de procedencia extranjera no tienen la calidad de inversión extranjera directa al tratarse este fondo en un Fondo de Inversión nacional.

- ✓ Como administradora actuará PLUSFONDOS S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS.

MONTO DE OFERTA PÚBLICA DE CUOTAS

El monto máximo aprobado para Oferta Pública será de US\$ 2.500.000,00; dividido en 2.500 CUOTAS de US\$ 1.000,00. La administradora tendrá la libertad de colocar el monto máximo de acuerdo a las necesidades financieras del fondo en relación al aprobado por la Superintendencia de Compañías. El patrimonio del fondo es fijo.

TIEMPO DE EXISTENCIA DEL FONDO

El Fondo tiene un plazo establecido de dos años, esto es 15 meses de construcción y un período de 9 meses de venta de los inmuebles, luego de lo cual entrará en liquidación. El fondo podrá sujetarse a las normas estipuladas en la Ley de Mercado de Valores, para su posible ampliación de tiempo de vida en caso de que se deba aumentar por demora en la etapa de construcción o en la etapa de ventas de los inmuebles del edificio.

Además, en caso de llegar a vender el 100% o un porcentaje alto de los inmuebles antes del término del período de venta, lo cual entregaría excesos altos de liquidez, el fondo entrará en liquidación al término del edificio y a la entrega definitiva de los bienes inmuebles a sus compradores.

PUNTO DE EQUILIBRIO EN COLOCACIÓN NECESARIA DE CUOTAS

En caso de que la administradora no coloque el porcentaje necesario de cuotas de participación del fondo para la viabilidad financiera del fondo en un período de 180 días desde el anuncio de Oferta Pública, la administradora solicitará una prórroga de tiempo por 180 días más, de acuerdo al Reglamento de Oferta Pública.

CALIFICACIÓN DE RIESGO

La compañía RATINGS S.A. es la entidad encargada de la Calificación de Riesgo, quién dará un veredicto sobre el nivel de riesgo del fondo y su proyecto, efectuando así mismo, una verificación continua de su calificación y su necesaria actualización y publicación.

CUOTAS DE INVERSIÓN

La administradora tiene autorización para adquirir y negociar los activos por cuenta del fondo, debiendo contabilizarlos en forma independiente del resto de activos que pueda adquirir por cuenta propia o de otros fondos.

Con el objeto de facilitar la distribución proporcional de rendimientos entre los constituyentes, los activos netos del fondo se dividirán en cuotas de participación.

Todo constituyente que desee comprar o vender las cuotas de participación del fondo deberán hacerlo a través de las bolsas de valores del país. El precio referencial que la administradora entregará quincenalmente será el valor referencial de la cuota y servirá únicamente como dato informativo para la negociación de las cuotas según el precio real fijado por la oferta y la demanda.

Las cuotas serán de características nominativas susceptibles de negociación y sometidas a calificación de riesgo.

HONORARIOS

La Administradora cobrará el 4% anual por concepto de honorarios de administración. Cuando la preparación del prospecto de oferta pública está lista, se presenta ante la Superintendencia de Compañías, que es el organismo encargado de reglamentar, controlar, y registrar los títulos. La misma, una vez consignados los estudios financieros, jurídicos y económicos y todos los documentos, realiza un estudio que puede durar hasta 60 días. Durante dicho estudio es posible que se soliciten aclaraciones sobre la información presentada en los estudios.

Una vez aclarados todos los aspectos, la Superintendencia de Compañías ordena la inscripción en el Registro de Mercado de Valores (0,10%), mediante una resolución, y autoriza la oferta pública de los Títulos.

Luego de haber establecido las principales características del Fondo, a continuación se realiza un análisis de los costos totales a financiarse a través de la figura de titularización, como también los costos mediante un crédito bancario, para finalmente establecer de manera porcentual una comparación entre éstos dos mecanismos de financiamiento.

4.4.1 COSTOS TITULARIZACIÓN

El análisis en la estructura de costos del proceso de titularización se concentra en evaluar la incidencia de los costos tanto de emisión como de colocación, y medir el peso de los costos totales frente al monto colocado.

En un proceso de titularización es importante determinar tanto los costos fijos como los variables:

- **Costos Fijos:** Los costos fijos están dados por el rendimiento del título valor; exceptuando los procesos de titularización mediante fondos colectivos, en el cual, no existen costos fijos.

- **Costos Variables:** Como costos variables se consideran los costos de emisión y los costos de colocación.

El cuadro No. 5 muestra en detalle los costos asociados para el proceso de titularización del Fondo Catedral que están distribuidos de la siguiente manera:

Cuadro No. 5

COSTOS TITULARIZACIÓN			
			US\$
MONTO REQUERIDO			2.500.000
Preparación de la emisión			
	Periodicidad*		US\$
Comisión Asesoría Administradora	Anual	4,00%	99.920
Calificación de Riesgo	Anual	0,90%	22.400
Auditoría Externa	Anual	0,48%	12.000
Custodio	Anual	0,25%	6.250
Publicaciones	Anual	0,20%	5.000
↓			
Inscripción en el Registro de Mercado de Valores			
Emisor	Una vez	0,05%	1.250
↓			
Inscripción en Bolsa de Valores			
BV	Una vez	0,10%	2500
↓			
Colocación de los Títulos			
Comisión Colocación CV	Una vez	1,00%	25.000
Costo Mantenimiento en BV	Anual	0,04%	1.000
Comisión Negociación BV	Una vez	0,10%	2.500
↓			
		%	US\$
TOTAL COSTO		7,12%	177.820
FONDOS NETOS OBTENIDOS		92,89%	2.322.180

* Los costos con periodicidad anual son calculados para todo el período de vigencia.

Elaborado por: Las Autoras

Los costos del proceso de titularización están divididos en dos grupos: costos de emisión y costos de colocación. Entre los costos de emisión se puede mencionar la comisión de la Administradora como una de las partes esenciales que intervienen en este proceso de titularización, que representa el 4% del monto requerido, como lo muestra el cuadro No. 5.

También es importante mencionar el costo de la calificadora de riesgo, este proceso consiste en examinar el inmueble con la finalidad de conocer su calidad y expectativas de valorización, ubicación y riesgos futuros. Se lleva a cabo igualmente un análisis de la estructura del sistema de titularización empleada para determinar si es el más adecuado, también analiza la calidad del emisor y del arrendatario, los flujos futuros, etc. Con toda esta información la calificadora clasifica el título según el nivel de riesgo establecido en el estudio; el costo asociado con la calificación de riesgo representa el 0,90% del monto requerido (US\$ 24.000), este monto será dividido en pagos iguales anuales.

El segundo inciso del Art. 194 de la Ley de Mercado de Valores, señala que “las instituciones reguladas por esta Ley, así como los emisores de valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores estarán obligados a llevar auditoría externa”, la cual debe efectuarse por lo menos anualmente, éste costo representa el 0,48% del monto requerido, el cual está en función del plazo de vigencia de la titularización.

El costo de publicaciones es de US\$ 5000 y representa el 0,2% de la emisión total, en los que están incluidos costos como: gastos de publicidad para el lanzamiento de la oferta pública, impresión y edición de los prospectos de oferta pública, gastos de publicación, entre los más importantes.

En la Resolución No. CNV-002-2004, se establece la tarifa que se debe pagar por la inscripción en el Registro de Mercado de Valores de los valores producto de la titularización, la cual se realiza por una sola vez y que se la fija en el 0,5 por mil del monto total de la emisión, con un máximo de US\$ 2500; para el caso del Fondo Catedral, los costos son de US\$ 1250.

A partir de que los títulos han sido autorizados y calificados, se lleva a cabo la emisión, para lo cual se inscriben en la Bolsa de Valores (0,10%), y se hace la oferta pública. Estos costos de emisión representan en su conjunto el 82,57% del total de los costos, como lo muestra el cuadro No. 6, y el 5,88% con relación al monto requerido.

Cuadro No. 6

COSTOS DE EMISION	
Comisión Asesoría Administradora	56,19%
Calificación de Riesgo	12,60%
Auditoría Externa	6,75%
Custodio	3,51%
Publicaciones	2,81%
Inscripción RMV	0,70%
Total Costo de Emisión	82,57%

Elaborado por: Las Autoras

En la estructura de los costos totales, los costos de colocación representan el 17,43%, como lo muestra el cuadro No. 7, y con relación al monto requerido el 1,24%.

Cuadro No. 7

COSTOS DE COLOCACION	
Inscripción BV	1,41%
Comisión Colocación CV	14,06%
Costo Mantenimiento en BV	0,56%
Comisión Negociación BV	1,41%
Total Costo de Colocación	17,43%

Elaborado por: Las Autoras

La comisión de la Casa de Valores es de 14,06% del total de los costos y el 1% del monto requerido, que corresponde al servicio de intermediación bursátil. Por otro lado está el costo de la comisión y negociación que percibe la Bolsa de Valores, por el uso de las instalaciones y mecanismos de negociación bursátil, este costo es del 1,41%, del total de los costos y el 0,10% del monto requerido.

En conclusión, los costos totales de realizar el financiamiento del Fondo Catedral a través de la titularización son del 7,12%.

4.4.2 COSTOS DEL SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero, bancos privados, constituye la principal fuente de financiamiento para el sector corporativo en el mercado ecuatoriano a pesar de utilizar una de las tasas activas de interés más altas en un sistema económico dolarizado.

Comparando las emisiones autorizadas con el crédito al sector privado otorgado por los bancos privados y el BNF en todo el año 2005, se obtiene una relación del 6,7%, que comparada con la del año anterior, cuando llegó al 2,0%, resulta superior en más de tres veces.

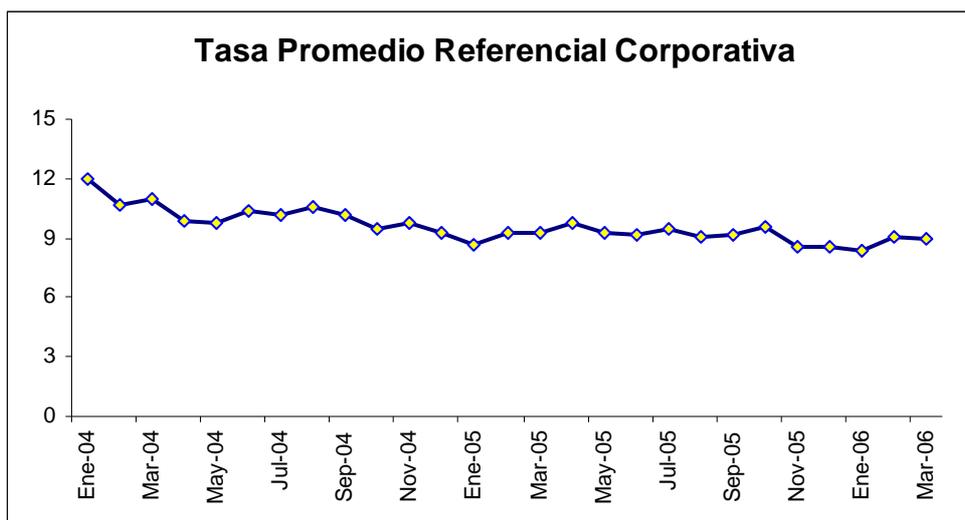
Las utilidades de los bancos dependen cada vez menos de los intereses ganados por los créditos que estos otorgan, ya que las tasas activas, sobre todo en las operaciones corporativas tienen una tendencia a la baja. Es decir, sus utilidades están tomando relevancia principalmente en las comisiones ganadas por cartera, por cartas de crédito y otras operaciones de intermediación; y también los rubros de ingresos por servicios.

En el mes de febrero de 2006 la Tasa Activa Referencial (plazo 84-91 días) en promedio registró un incremento de 0,37 puntos porcentuales con relación al mes de enero (8,34%). Sin embargo, al considerar las tasas de interés del sector corporativo en todos los plazos, la tasa promedio se reduce, de 10,5% a 10,1%, entre enero y febrero de este año.

Las tasas de interés para el sector comercial corporativo en promedio disminuyeron de 8,58% a 8,47%. En el caso de las tasas de interés para el sector de la vivienda, éstas se han mantenido a la baja; las entidades financieras continúan con la política de reducción del nivel de las tasas de interés con el propósito de incrementar la demanda de este tipo de crédito. En febrero de 2006 la tasa promedio ponderada de la banca alcanzó 9,73%, mientras que en enero de 2006, se ubicó en 9,88%.

El gráfico No.20 muestra la evolución de la Tasa Promedio Referencial Corporativa desde Enero del 2004 hasta Marzo del 2006, en la que podemos apreciar una ligera tendencia a la baja gracias al descenso de la inflación y a un acertado manejo macroeconómico.

Gráfico No. 20



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: Las Autoras

A pesar de que la tasa activa se ha ido reduciendo poco a poco, no es la más óptima para una economía dolarizada como la nuestra, sobre todo porque restringe las posibilidades de expansión de las empresas.

Desde el año 2004 los clientes de la banca han percibido que las instituciones cobran cada vez más por cualquier servicio que prestan, por mantenimiento de cuentas, análisis para otorgar créditos, uso de cajeros automáticos, etc.; que multiplicado por los miles de clientes que atienden, representan sumas millonarias de dinero, y que hacen a la banca ecuatoriana una de las más caras de Latinoamérica.

Los agentes económicos mantienen su dinero en la banca como resguardo de seguridad, lo que explica el constante crecimiento de los depósitos pese a que la tasa de interés que se paga es de apenas 3 al 4% anual.

El comportamiento de los agentes lleva a pensar que su propensión al riesgo es mínima, por lo que no están dispuestos a invertir en negocios que aunque les puedan producir mayores rendimientos conllevan un determinado grado de riesgo.

Este comportamiento estaría derivándose de la inestabilidad política, que genera una percepción desfavorable de la situación futura de la economía del país, y del impacto negativo que está causando la reducción del nivel de consumo interno que incide en los ingresos de todos los sectores: comercial, industrial, servicios y financiero.

Para establecer los costos del sistema financiero para el caso Fondo Catedral es necesario detallar los costos que intervienen en el proceso de financiamiento.

Para otorgar un crédito los bancos generalmente toman como referencia la tasa de interés promedio, adicionando a este valor las comisiones, impuestos y otros rubros como: impuesto a SOLCA, comisiones bancarias y otros gastos legales, notariales, etc.

Cuadro No. 8

COSTO BANCARIO	
Concepto	Sector Corporativo
Promedio Tasa activa referencial*	8,95%
Impuesto SOLCA	1,00%
Comisión Bancaria**	1,00%
Otros***	0,50%
Costo Total	11,45%

* Tasa referencial de 361 días o más, Abril 2006.

** Puede llegar hasta el 4%.

*** Incluye gastos notariales, avalúos y de escrituración.

Elaborado por: Las Autoras

Para establecer el costo total de financiamiento mediante el Sistema Bancario, para el caso Fondo Catedral, el cuadro No. 8 detalla cada uno de estos rubros. Se ha considerado la tasa activa referencial promedio a Abril del 2006 vigente para el sector corporativo (8,95%), la cual constituye el promedio ponderado de los préstamos otorgados por los bancos privados al sector corporativo, identificado

generalmente con la gran empresa, que son las más susceptibles de hacer este tipo de procesos. Se considera sector corporativo a las empresas cuyo volumen de ventas anual sea igual o superior a US\$ 5 millones.

Los costos de comisión bancaria, impuesto a SOLCA y otros están considerados en sus niveles más conservadores (2,50%), considerando el mejor escenario para el inversionista ya que si se toma la tasa más alta, la brecha entre los dos financiamientos sería aún mayor. Por otro lado, cabe destacar que con excepción de la tasa activa, que tiene un costo anual, los otros rubros de cobro constituyen egresos por una sola vez en cada operación crediticia; también por esta razón los costos anuales de créditos mayores a un año pueden ser inferiores.

4.4.3 JUSTIFICACIÓN FINANCIERA DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

Para determinar si la titularización es viable, de acuerdo al Economista Diego Jijón, especialista de la Superintendencia de Compañías, se toma como referencia la utilización de la siguiente fórmula:

$$(TARBCE - CFTITUL) \geq CV$$

En donde,

TARBCE = Tasa Activa Referencial Banco Central del Ecuador.

CFTITUL = Costos Fijos de Titularización.

CV = Costos Variables.

Aplicando la fórmula al caso práctico del FONDO CATEDRAL, se obtiene el siguiente resultado:

$$(8,95\% - 0\%) \geq 7,12\%$$

Para el caso de una titularización mediante un fondo colectivo, los costos fijos toman el valor de cero, debido a que este proceso utiliza títulos de participación, los cuales no perciben una tasa fija de rentabilidad.

$$8,95\% \geq 7,12\%$$

El resultado muestra que la obtención de financiamiento a través de un proceso de titularización es viable.

4.4.4 COMPARACIÓN TITULARIZACIÓN VS. CRÉDITO BANCARIO

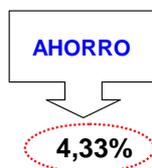
La decisión de realizar o no un determinado negocio puede ser frenada por una tasa de interés muy alta, ya que uno de los costos que más relevancia tiene para el inversionista es el costo financiero debido a que es un gasto necesario que afecta a la actividad y merma las utilidades.

En el caso del Ecuador las tasas de interés son manejadas de manera política y no técnica.

Con la finalidad de establecer una comparación entre los costos totales de los procesos de titularización y los del sistema financiero, los recursos que recibe el emisor u originador del proceso, se obtienen exclusivamente en la fase de colocación de los valores al público inversionista, por lo que el costo de un proceso debe ser medido en función del monto de colocación de valores, estableciéndose una relación porcentual, que puede ser comparada con los rubros que conforman el costo de un crédito del sistema financiero.

Cuadro No. 9

COMPARACIÓN FUENTES DE FINANCIAMIENTO			
	Costo Titularización	Costo Banco	
Preparación Emisión	5,83%	8,95%	Tasa Activa Referencial (BCE)
Inscripción RMV	0,05%	1,00%	Impuesto SOLCA
Inscripción BV	0,10%	1,00%	Comisión Bancaria
Colocación Títulos	1,14%	0,50%	Otros
TOTAL	7,12%	11,45%	TOTAL

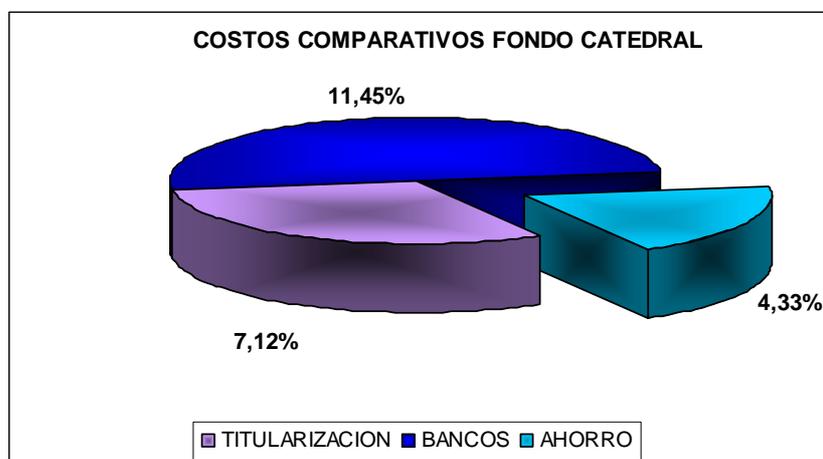


Elaborado por: Las Autoras.

El cuadro No. 9 muestra los componentes del costo tanto para la titularización como para el crédito bancario de manera porcentual con relación al monto requerido; de los cuales, los costos correspondientes a la preparación de la emisión (5,83%), inscripción en el registro de mercado de valores (0,05%), inscripción en la bolsa de valores (0,10%) y colocación de títulos (1,14%), conforman el costo total de titularización que corresponde al 7,12% del monto.

Por otra parte, se encuentran los costos de financiamiento por crédito bancario de 11,45%, conformados por la tasa activa referencial corporativa al mes de Abril del 2006 (8,95%), el impuesto a SOLCA (1,0%), la comisión bancaria (1,0%) y otros costos (0,50%).

Gráfico No. 21



Elaborado por: Las Autoras

El gráfico No. 21 explica de manera porcentual los costos totales de financiarse a través de un banco que representan el 11,45%, mientras que a través de la titularización el costo representa un 7,12% del monto total emitido. Así también se demuestra que el ahorro que representaría adoptar la alternativa de financiamiento de la titularización es de un 4,33% (US\$ 108.250).

Mediante la comparación entre las dos formas de financiamiento para el caso Fondo Catedral, se demuestra que la nueva alternativa de financiamiento, que es la titularización inmobiliaria, es más conveniente que realizar un financiamiento a través del sistema bancario, permitiendo a los emisores contar con recursos para solventar sus gastos para la ejecución del proyecto, con plazos de financiamiento mayores y a un costo financiero menor.

CONCLUSIONES

El porvenir económico de un país y su desarrollo, en buena parte depende de la robustez del sistema financiero, éste ha sido un actor muy importante como proveedor de recursos para el sector de la construcción, que ha otorgado crédito por US\$ 359 millones a septiembre de 2005.

Durante los últimos años, la economía ecuatoriana, y en particular el sector de la construcción, han sufrido una serie de problemas que han impedido el pleno desarrollo y aprovechamiento de sus importantes recursos naturales y humanos. Las crisis fiscales, el estado de la deuda externa y las escasas alternativas de financiamiento a las oportunidades de inversión, pueden mencionarse entre otros, como los principales factores que han contribuido a este hecho, lo que lleva a reflexionar sobre la necesidad de encontrar alternativas que promuevan el desarrollo socioeconómico del país, mediante un amplio y adecuado financiamiento de las actividades de los diferentes sectores.

La cultura financiera ecuatoriana ha tenido como fuentes de financiamiento tradicional: el patrimonio familiar o el sistema bancario. Ante la necesidad de disponer de nuevas fuentes de financiamiento que doten de recursos de forma adecuada y oportuna, y provean de crédito a mediano y largo plazo a determinadas actividades económicas y a sectores específicos como la construcción, surge como una innovadora alternativa la titularización inmobiliaria.

La titularización inmobiliaria permite a los empresarios contar con una suma importante de recursos de manera inmediata; además facilita que el inversionista negocie el título en el mercado bursátil con mayor facilidad y agilidad que lo que implica vender un inmueble. Asimismo, para el inversionista es un mercado alternativo, donde el riesgo se disminuye, dado que este tiene una alta calificación, ya que la inversión es recuperable al estar el bien inmueble como garantía; es decir, su rentabilidad depende de la calidad del inmueble titularizado.

El caso Fondo Catedral muestra que el proceso de titularización frente al financiamiento bancario, ofrece una opción más favorable, especialmente para las grandes empresas (ventas mayores a US\$ 5 millones), que deciden transformar sus activos inmobiliarios en valores negociables. La diferencia entre los costos que implica tanto la titularización del Fondo Catedral (7,12 %) como el crédito bancario (11,45 %) puede parecer relativamente pequeña, pero en un financiamiento de bastante cuantía, los costos financieros pueden ser representativos. Los instrumentos de deuda ofrecen a quienes lo emiten tasas menores a las que se obtienen en el sector financiero, gracias a la desintermediación inherente a estos mecanismos.

Mientras que en el proceso de titularización el tiempo promedio para obtener el financiamiento fluctúa de 3 a 4 meses, en el crédito bancario el tiempo aproximado es de 2 a 4 semanas, esto es recompensado por el ahorro que se obtiene al optar por la titularización, que en el caso analizado representa el 4,33%, que es un rubro representativo para la empresa al momento de tomar decisiones. Además a diferencia de la aplicación del crédito bancario, en la titularización el emisor tiene la potestad de escoger las condiciones de financiamiento.

Las bondades que ofrece esta figura, será utilizada masivamente por las empresas en un mediano plazo, debido a este incremento en los volúmenes emitidos, es muy probable que se llegue a tener en el mercado una estandarización de los procesos de titularización, que a su vez generarán una mayor liquidez de los mismos en el mercado secundario y por lo tanto la conformación de precios de mercado más representativos. Lo anterior, también supone la presencia de nuevos agentes en el mercado que dinamicen la figura y generen economías de escala.

La estructuración de procesos de titularización permite ampliar la gama de posibilidades de emisión de valores en el mercado, que facilite el acceso a nuevos participantes que encuentran beneficios al actuar como originadores de procesos, sin verse obligados a cumplir con las exigencias que tendrían como emisores de valores, ya que la titularización es un mecanismo que elimina totalmente el riesgo del emisor y del originador, a la vez que diversifica el riesgo para el inversionista.

Esta alternativa fomenta la reactivación del Mercado Bursátil, al ganar la confianza del inversionista a través de la calificación de riesgo a que se debe someter la cartera si se desea titularizarla, porque solo se califica el riesgo de los activos que respaldan el título, su capacidad para generar en el tiempo los recursos necesarios para satisfacer el compromiso asumido, independientemente de la calidad crediticia del emisor, como también la reducción de la incertidumbre mediante la generación de la información, a través del prospecto de oferta pública, en donde se encuentra toda la información detallada del proyecto a titularizar, lo cual genera mayor seguridad.

El Ecuador es un país que a pesar de que cuenta con un mercado de valores poco profundo, existe un alto interés en la figura de la titularización, esto se refleja por la variación porcentual de los montos negociados del 0,48% en el 2002, al 3,73% al 2005; debido a que se promueve la estabilización de las tasas de interés al incrementarse la oferta de fondos existentes para compensar la demanda por crédito, así mismo favorece la ampliación del plazo de los créditos ya que hay una mayor transformación de los plazos en donde este componente se consideraría como un determinante de la inversión en lugar de un determinante del crédito.

Es importante recalcar que esta alternativa de financiamiento no ha sido diseñada para todas las empresas, sino más bien está dirigida principalmente a las empresas que tienen ventas mayores a los US\$ 5 millones, esto es debido a los costos que implica estructurar este tipo de procesos, ya que para una empresa con ventas menores a éste monto, el costo de titularizar resultaría excesivamente grande y no justificaría su utilización.

Aunque pueda parecer muy corto el tiempo que lleva la titularización en el Ecuador, los resultados obtenidos (más de US\$ 180 millones titularizados), demuestran que esta figura puede constituirse en una valiosa herramienta para obtener financiamiento más conveniente que el ofrecido por el sistema financiero debido a la desintermediación financiera, además de crear presencia en el mercado bursátil, evidenciado por el incremento del número de emisores, (65 en el año 1994 a 110 en el 2005), incentivando el acceso a nuevos inversores ya que se amplía la gama de opciones de inversión y de esta manera dotar de nuevos recursos ante las dificultades crediticias del país.

El alcance de la titularización en el Ecuador es bastante amplio, existe un sinnúmero de posibilidades de activos a titularizar: carteras (consumo, crédito, hipotecarias, etc.), facturas comerciales, paquetes accionarios, inventarios, préstamos a promotores inmobiliarios, proyectos de construcción futura, obras públicas, proyectos de vivienda; y en general cualquier otro bien o activo que conlleve la expectativa de generar flujos futuros determinables que autorice el Consejo Nacional de Valores. Es por esto que la titularización es un mecanismo válido e importante para poder desarrollar el sector inmobiliario.

La titularización es un mecanismo que se podría convertir en la vía de reubicación de los recursos, pasándolos de quienes no cuentan con liquidez hacia quienes realmente están en posibilidades de responder efectivamente con las rentabilidades esperadas por la captación de dichos recursos

RECOMENDACIONES

La economía ecuatoriana ha tenido un crecimiento económico estable en los últimos años, acompañado de un desarrollo del sector de la construcción, este crecimiento podría potenciarse aún más si las condiciones de crédito para constructores y consumidores de vivienda fuesen óptimos. De igual manera, una recuperación mayor del poder adquisitivo de los consumidores permitiría un aumento en la capacidad de ahorro y por lo tanto mayores posibilidades para inversión en bienes duraderos.

Las condiciones y marco legal para la titularización están dadas en el Ecuador; lo importante es darlas a conocer, principalmente al mercado de la construcción, por esto es necesario que el ahorro de los agentes económicos sea canalizado hacia actividades productivas, por lo que se recomienda lo siguiente:

- Promover la utilización de la titularización como fuente alternativa de financiamiento; esto se puede lograr fomentándola a través de la Superintendencia de Compañías y con el apoyo del Consejo Nacional de Valores, Casas de Valores y Administradoras de Fondos; mediante la elaboración de políticas y estrategias de formación, realizar capacitaciones organizando charlas, cursos informativos y conferencias a nivel nacional, promocionar mediante la elaboración de folletos y boletines informativos actualizados; esto se lo realizará buscando el apoyo de instituciones u organismos internacionales como: BID, CAF, Organizaciones internacionales relacionadas con el Mercado de Valores.
- Estimular la participación de nuevos emisores en la utilización de la titularización, incorporando reformas a los reglamentos, específicamente haciendo más ágiles los procedimientos de inscripción (Art. 9 Reglamento General a la Ley de Mercado de Valores), mejorar los plazos de atención en los trámites de oferta pública, crear mecanismos automatizados para la recepción y aprobación de trámites de oferta pública (página WEB), tratar de

estandarizar los costos variables por parte de los asesores y otros profesionales que participan en el proceso de emisión y oferta pública, sugerir un posible incentivo tributario al SRI tanto para los emisores como para los inversionistas, cuya responsabilidad correspondería a la Superintendencia de Compañías como ente controlador y con el apoyo de las Bolsas de Valores, Casas de Valores y Ministerio de Economía.

- Realizar una campaña que incluya charlas informativas y cursos de capacitación por medio de la Superintendencia de Compañías dirigida a las Cámaras de Producción y apoyada por la Bolsas de Valores del país, para que los empresarios reconozcan la necesidad de la transparencia en la información y en las operaciones que realizan y de esta manera proteger al inversionista ofreciéndole información adecuada y oportuna.
- Proporcionar una herramienta actual para el acceso a la información acerca de la titularización creando una página WEB denominada TITULARIZACIÓN ECUADOR, apoyada por la Superintendencia de Compañías, específicamente por la Intendencia del Mercado de Valores, en la cual se pueda acceder a información general como requisitos y pasos para realizar el proceso de titularización, información estadística e histórica de titularizaciones aprobadas, información actualizada sobre todos los agentes participantes en el proceso, conceptos relacionados a la titularización, cursos y seminarios, preguntas frecuentes, noticias y publicaciones, contactos con expertos en el tema, etc.

Es importante contribuir a incentivar este tipo de cultura bursátil en el público y tratar de dar los primeros pasos en esta materia aún nueva y prometedora en el Ecuador, como es la titularización, y de esta manera lograr soluciones objetivas y prácticas que ayuden a superar los obstáculos encontrados.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Díaz Ardilla, Gabriel, LA TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA, De. Guadalupe Ltda., Colombia 1997
- Mankiw N. Gregory, PRINCIPIOS DE ECONOMIA, Ed. Mc Graw Hill-Interamericana de España, S.A.U., Traducido de la 1era edición en inglés de PRINCIPLES OF ECONOMICS, México, 1999.
- Samuelson, Paul y Nordhaus William, ECONOMÍA, McGraw Hill, 1986.
- Lester Chandler, INTRODUCCIÓN A LA TEORÍA MONETARIA, Desalma, México, 1976.
- Dudley Dillard, TEORÍA ECONÓMICA DE J. M. KEYNES, Editorial Aguilar, Barcelona, 1977.
- Cevallos Vásquez Víctor, MERCADO DE VALORES, Jurídica del Ecuador, Quito, 1997.
- Blanco, Bolívar G, MERCADO DE CAPITALES Y BANCA DEE INVERSION, Bolsa de Bogotá, Colombia, 1992.
- Lawrence Ritter, PAPEL DEL DINERO EN LA TEORÍA KEYNESIANA, Mc Graw Hill, USA.
- Aristizábal Tobón Gustavo, LA TITULARIZACIÓN, Foro del Jurista, Editorial Edinalco Ltda., Medellín, 1993.
- Bolsa de Valores de Quito.
- Registro Oficial.
- Blanchard Olivier, MACROECONOMÍA “Teoría y Política Económica con aplicaciones a América Latina”, Prentice Hall Iberia, Buenos Aires, Argentina, 2000.

DIRECCIONES ELECTRÓNICAS:

- www.titularizadora.com
- www.bce.fin.ec
- www.nafibo.com.bo
- www.bolsadequito.com
- www.ccquito.org
- www.superban.gov.ec
- www.infomercados.ec
- www.asobancos.org.ec

A N E X O S

ANEXO #1

**REGLAMENTO INTERNO “FONDO COLECTIVO DE
INVERSIÓN INMOBILIARIA CATEDRAL”**

Las principales características del Fondo Catedral son las siguientes:

INFORMACIÓN GENERAL

La creación del FONDO COLECTIVO DE INVERSIÓN INMOBILIARIA CATEDRAL, tiene por objeto permitir que varias personas naturales y jurídicas integren sus dineros, para invertir en un edificio ubicado en la ciudad de Quito, Ecuador, en un lote de 1.002,5 m² (20m x 50m aproximadamente), en la Avenida República de El Salvador # 950, entre Naciones Unidas y Portugal. La obra consiste en un edificio de oficinas Clase A, de 11 pisos de altura, planta baja y 5 subsuelos.

PARTICIPANTES

Participarán en el Fondo Colectivo Inmobiliario Catedral:

- ✓ Las personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras que, en cualquier momento, durante la oferta pública del fondo o en el tiempo de vigencia del Fondo Inmobiliario Catedral, se adhieran bajo contrato de incorporación en el primer caso o por negociación secundaria en el segundo, a las cláusulas contenidas en el Reglamento Interno del Fondo y que, adicionalmente entreguen recursos destinados a formar parte del Fondo en cuestión y que sean recibidos para tal fin, quienes actuarán como CONSTITUYENTES. Los recursos entregados por personas naturales o jurídicas de procedencia extranjera no tienen la calidad de inversión extranjera directa al tratarse este fondo en un Fondo de Inversión nacional.

- ✓ Como administradora actuará PLUSFONDOS S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS.

MONTO DE OFERTA PÚBLICA DE CUOTAS

El monto máximo aprobado para Oferta Pública será de US\$ 2.500.000,00; dividido en 2.500 CUOTAS de US\$ 1.000,00. La administradora tendrá la libertad de colocar el monto máximo de acuerdo a las necesidades financieras del fondo en relación al aprobado por la Superintendencia de Compañías. El patrimonio del fondo es fijo.

TIEMPO DE EXISTENCIA DEL FONDO

El Fondo tiene un plazo establecido de dos años, esto es 15 meses de construcción y un período de 9 meses de venta de los inmuebles, luego de lo cual entrará en liquidación. El fondo podrá sujetarse a las normas estipuladas en la Ley de Mercado de Valores, para su posible ampliación de tiempo de vida en caso de que se deba aumentar por demora en la etapa de construcción o en la etapa de ventas de los inmuebles del edificio.

Además, en caso de llegar a vender el 100% o un porcentaje alto de los inmuebles antes del término del período de venta, lo cual entregaría excesos altos de liquidez, el fondo entrará en liquidación al término del edificio y a la entrega definitiva de los bienes inmuebles a sus compradores.

PUNTO DE EQUILIBRIO EN COLOCACIÓN NECESARIA DE CUOTAS

En caso de que la administradora no coloque el porcentaje necesario de cuotas de participación del fondo para la viabilidad financiera del fondo en un período de 180 días desde el anuncio de Oferta Pública, la administradora solicitará una prórroga de tiempo por 180 días más, de acuerdo al Reglamento de Oferta Pública.

CALIFICACIÓN DE RIESGO

La compañía RATINGS S.A. es la entidad encargada de la Calificación de Riesgo, quién dará un veredicto sobre el nivel de riesgo del fondo y su proyecto, efectuando así mismo, una verificación continua de su calificación y su necesaria actualización y publicación.

CUOTAS DE INVERSIÓN

La administradora tiene autorización para adquirir y negociar los activos por cuenta del fondo, debiendo contabilizarlos en forma independiente del resto de activos que pueda adquirir por cuenta propia o de otros fondos.

Con el objeto de facilitar la distribución proporcional de rendimientos entre los constituyentes, los activos netos del fondo se dividirán en cuotas de participación.

Todo constituyente que desee comprar o vender las cuotas de participación del fondo deberán hacerlo a través de las bolsas de valores del país. El precio referencial que la administradora entregará quincenalmente será el valor referencial de la cuota y servirá únicamente como dato informativo para la negociación de las cuotas según el precio real fijado por la oferta y la demanda.

Las cuotas serán de características nominativas susceptibles de negociación y sometidas a calificación de riesgo.

HONORARIOS

La Administradora cobrará el 4% anual por concepto de honorarios de administración. Cuando la preparación del prospecto de oferta pública está lista, se presenta ante la Superintendencia de Compañías, que es el organismo encargado de reglamentar, controlar, y registrar los títulos. La misma, una vez consignados los estudios financieros, jurídicos y económicos y todos los documentos, realiza un estudio que puede durar hasta 60 días.

Durante dicho estudio es posible que se soliciten aclaraciones sobre la información presentada en los estudios.

Una vez aclarados todos los aspectos, la Superintendencia de Compañías ordena la inscripción en el Registro de Mercado de Valores (0,10%), mediante una resolución, y autoriza la oferta pública de los Títulos.

Luego de haber establecido las principales características del Fondo, a continuación se realiza un análisis de los costos totales a financiarse a través de la figura de titularización, como también los costos mediante un crédito bancario, para finalmente establecer de manera porcentual una comparación entre éstos dos mecanismos de financiamiento.

ANEXO #3

DEL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES

Dentro de la Superintendencia de Compañías existe el Registro de Mercado de Valores, que es en el cual se inscribe la información pública de emisores, valores y demás instituciones reguladas por la ley.

La inscripción en el Registro de Mercado de Valores, constituye requisito previo para participar en los mercados bursátil y extrabursátil.

En el Registro del Mercado de Valores deberán inscribirse:

1. Los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores.
2. Las bolsas de valores y sus reglamentos de operación.
3. Las casas de valores y sus reglamentos de operación.
4. Los operadores de las casas de valores.
5. Los operadores que actúen a nombre de los inversionistas institucionales.
6. Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y, sus reglamentos internos y de operación.
7. Los fondos de inversión, sus reglamentos internos y contratos de incorporación.
8. Las cuotas emitidos por los fondos de inversión colectivos.
9. Los valores producto del proceso de titularización;
10. Las administradoras de fondos de inversión y fideicomisos y sus reglamentos de operación;
11. Los contratos de fideicomiso mercantil y de encargos fiduciarios, de conformidad con las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V.;
12. Las calificadoras de riesgo, su comité de calificación, su reglamento interno y, procedimiento técnico de calificación;
13. Las compañías de auditoría externa que participen en el mercado de valores; y,
14. Los demás entes, valores o entidades que determine el C.N.V.

ANEXO #4

DE LA INFORMACIÓN

Con el propósito de garantizar la transparencia del mercado los participantes deberán registrarse y mantener actualizada la información requerida por la Ley de Mercado de Valores y su norma complementaria.

El C.N.V. establecerá el contenido, la forma y periodicidad con la que deberá presentarse la información y lo hará en consideración de la característica de los emisores, de los valores ofrecidos o de las entidades que se sometan a registro. No se considerará pública la información de entidades controladas por la Superintendencia de Bancos, que esta clasifique como reservada.

Las entidades registradas deberán divulgar en forma veraz, completa, suficiente y oportuna todo hecho e información relevante respecto a ellas que pudieran afectar positiva o negativamente su posición jurídica, económica o su posición financiera o la de sus valores en el mercado, cuando estas se encuentran inscritos en el Registro del Mercado de Valores. Se entenderá por hecho relevante todo aquel que por su importancia afecte a un emisor o a sus empresas vinculadas, de forma tal que influya o pueda influir en la decisión de invertir en valores emitidos por el o que pueda alterar el precio de sus valores en el mercado.

El hecho material o relevante, no necesariamente debe corresponder a una decisión tomada en términos formales por parte de los órganos sociales del emisor de las instituciones que intervengan en el mercado de valores o de las personas que actúan en él, sino que es todo evento que conduce o puede conducir a tales situaciones.

Las bolsas de valores y otras asociaciones de autorregulación deberán mantener mecanismos de información al público en los que se registre la información que deben hacer pública los emisores e instituciones reguladas por esta ley. Estos registros, al igual que el Registro del Mercado de Valores serán públicos y la información en ellos contenida deberá ser ampliamente difundida por cualquier medio electrónico u otro sistema a lo que tengan acceso los participantes del mercado.

ANEXO #5

ATRIBUCIONES DE LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS

1. Ejecutar la política general del mercado de valores dictada por el C.N.V.;
2. Inspeccionar, en cualquier tiempo, a las compañías, entidades y demás personas que intervengan en el mercado de valores, con amplias facultades de verificación de sus operaciones, libros contables, información y cuanto documento o instrumento sea necesario examinar, sin que se le pueda oponer el sigilo bancario o bursátil de acuerdo con las normas que expida el C.N.V., exigiendo que las instituciones controladas cumplan con las medidas correctivas y de saneamiento en los casos que se dispongan, considerando que cuando la Superintendencia de Compañías deba actuar en una entidad sujeta a la vigilancia y control de la Superintendencia de Bancos, lo hará a través de esta o en forma conjunta.
3. Investigar las denuncias o infracciones a la presente ley, a sus reglamentos, a los reglamentos internos y regulaciones de las instituciones que se rigen por esta Ley, así como las cometidas por cualquier persona que, directa o indirectamente, participe en el mercado de valores imponiendo las sanciones pertinentes, así como poner en conocimiento de la autoridad competente para que se inicien las acciones penales correspondiente, de ser el caso;
4. Velar por la observancia y cumplimiento de la norma que rige el mercado de valores;
5. Requerir o suministrar directa o indirectamente información pública en los términos previstos en esta Ley, referente en la actividad de personas naturales o jurídicas sujetas a su control;
6. Conocer y sancionar, en primer instancia, las infracciones a la presente Ley, a sus reglamentos, resoluciones y demás normas secundarias,
7. Autorizar, previo el cumplimiento de los requisitos establecidos, la realización de una oferta pública de valores, así como suspender o cancelar una oferta pública cuando se presentaren indicios de que la información proporcionada no refleja adecuadamente la situación financiera, patrimonial o económica de la empresa sujeta a su control;

8. Autorizar el funcionamiento en el mercado de valores de: Bolsa de valores, Casa de valores, Compañías calificadoras de Riesgo, depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, sociedades administradoras de fondos y fideicomisos, auditoras externas y demás personas o entidades que actúen o intervengan en dicho mercado de acuerdo con las regulaciones de carácter general que se dicten para el efecto;
9. Organizar y mantener el Registro del Mercado de Valores;
10. Disponer mediante resolución fundamentada la suspensión o modificación de las normas de autorregulación expedidas por las bolsas de valores o las asociaciones gremiales creadas al amparo de esta ley, cuando tales normas pudieren inferir perjuicios al desarrollo del mercado o contraríen expresas normas legales o complementarias;
11. Aprobar el reglamento interno y el formato del contrato de incorporación de los fondos de inversión;
12. Velar por la estabilidad, solidez y correcto funcionamiento de las instituciones sujetas a control y, en general, que cumplan las normas que rigen su funcionamiento;
13. Vigilar que la publicidad de las instituciones controladas se ajuste a la realidad jurídica y económica del producto o servicio que se promueve, para evitar la desinformación y la competencia desleal, se exceptúa esa publicidad que no tenga relación con el mercado de valores;
14. Mantener con fines de difusión, un centro de información conforme las normas de carácter general que expida el C.N.V.;
15. Registrar las asociaciones gremiales de autorregulación que se creen al amparo de esta ley,
16. Disponer la suspensión o cancelación de la inscripción en el registro del mercado de valores de las instituciones o valores sujetos a esta ley o sus normas complementarias, debiéndose poner tal hecho en conocimiento del C.N.V en la sesión inmediatamente posterior;
17. Establecer los planes y programas de ajuste para el cumplimiento de las normas previstos en esta ley;

- 18.** Intervenir como acusador particular o acudir a la excitativa fiscal, cuando se encontraren presunciones de haberse cumplido uno o más delitos contra el mercado de valores u otros tipificados en el Código Penal u otras leyes penales;
- 19.** Brindar a las entidades del sector público no financiero la asesoría técnica que requieran para efecto de la aplicación de esta ley;
- 20.** Ejercer las demás atribuciones previstas en la presente ley y en su reglamento en base a las normas que para el efecto expida el C.N.V; y,
- 21.** Previa consulta urgente con el Ministro de Finanzas, Superintendente de Bancos, Gerente del banco Central de Ecuador y Presidentes de las bolsas de valores del país, la Superintendencia de Compañías a fin de preservar el interés público del mercado así como brindar protección a los inversionistas, podrá suspender hasta temporalmente hasta por un término de siete días las operaciones del mercado de valores en caso de presentarse situaciones de emergencia que perturbaren o que ocasionaren graves distorsiones que produzcan bruscas fluctuaciones de precios.

ANEXO #6

REGLAMENTO SOBRE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN.

Resolución Consejo Nacional de Valores No. 9. RO/ 238 de 5 de Enero del 2001.

Art. 1. De la denominación de los valores.

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización no podrán tener un plazo inferior a un año para la rendición del principal en tratándose de valores de titularización de participación o mixtos; y no podrán tener un plazo inferior de dos años para la redención del principal cuando de valores de contenido crediticio se trate. Estos valores podrán ser de tres tipos tal como lo señala la ley, de contenido crediticio, de participación o mixtos. La denominación que se dará a estos valores será la siguiente:

- a. Valores de Titularización de Contenido Crediticio;
- b. Valores de Titularización de Participación; y,
- c. Valores de Titularización Mixtos.

Las personas naturales o jurídicas que vayan a actuar como originadores en un proceso de titularización deberán acreditar la propiedad de los activos transferidos al patrimonio autónomo y justificar las rentas, derechos de contenido económico o flujos futuros que éste va a generar.

Cuando se emitan valores a partir de la estructuración de un proceso de titularización, que tenga como patrimonio de propósito exclusivo un fondo colectivo de inversión que cuente con activos transferidos por un originador, tales valores se denominarán cuotas. Todo proceso de titularización deberá contar con calificación de riesgo y auditoría externa durante el período de vigencia de la emisión de los valores.

Art. 2. Normas para la valoración de mercado de la cartera de crédito.

Para la valoración de mercado de la cartera de crédito a titularizarse, las administradoras de fondos y fideicomisos deberán considerar al menos lo siguiente:

a.- En el caso de las instituciones financieras controladas por la Superintendencia de Bancos, el originador presentará a la fiduciaria la valoración de cartera realizada por la comisión especial de activos de riesgo, adjuntando para el efecto el respectivo informe actualizado de calificación, de conformidad con las normas de calificación de activos de riesgo y su clasificación expedida por la Superintendencia de Bancos. La valoración de la cartera de crédito a presentarse por parte del agente originador será la vigente a la fecha de la solicitud de autorización de oferta pública y la inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

Para la valoración de cartera deberá especificarse su clase y combinación de las categorías de calificación, no pudiendo mezclarse para efectos de una titularización diferentes clases de cartera de crédito.

Se entenderá como clases de cartera de crédito: comercial, de consumo y para la vivienda; y, como categorías de calificación: créditos de riesgo normal, riesgo potencial, deficientes, de dudoso recaudo y pérdidas; y,

b.- Para el caso de las compañías que no pertenezcan al sistema financiero y que por lo tanto están controladas por la Superintendencia de Compañías, el originador presentará a la fiduciaria la valoración de cartera realizada por la calificadora de riesgo o firma auditora debidamente inscrita en el Registro de Mercado de Valores; para el efecto se sujetará a las normas constantes en el literal anterior, en lo que fuere aplicable.

Las mismas disposiciones se aplicarán para otras entidades de derecho privado que titularicen cartera.

Art. 3.- Factores, documentación y análisis requeridos para la determinación del índice de siniestralidad general de la cartera de crédito.

Para efecto de la autorización de procesos de emisión de valores derivados de una titularización de cartera se deberán utilizar los factores que se indican a continuación, adjuntar los documentos y realizar los análisis que permitan establecer el índice de siniestralidad general de la cartera. Para el efecto, se considerarán las variables que puedan incidir en eventuales pérdidas del patrimonio autónomo constituido para el proceso de emisión de valores derivados de una titularización, así como las distorsiones de los flujos futuros esperados.

El Agente de Manejo de la Titularización, considerará al menos los siguientes aspectos para realizar el análisis:

- a.- Porcentaje de cartera castigada durante los tres últimos años, excluyendo la cartera recuperada, con relación a la cartera total; las estadísticas se tomarán desde la fecha de la generación del castigo a menos que sea la primera vez que el originador vaya a generar cartera de créditos en cuyo caso se tomarán índices del mercado fundado en estudios debidamente realizados por el originador y que sean aceptados por la Superintendencia de Compañías;
- b.- Porcentaje de cartera total morosa, no castigada que presenta morosidades de 30, 60 o 90 días, de los últimos tres años; los datos se deberán tomar desde la fecha de inicio de la morosidad;
- c.- Clasificación de cartera, en cuanto a montos y plazos considerando el siguiente detalle: tasa de interés, tipos de garantías, relación entre el monto del crédito y el monto de la garantía;
- d.- Ponderar la existencia de garantías y coberturas que amparen los créditos que serán el objeto de la emisión de valores derivados de una titularización, así como la exigibilidad e idoneidad de las mismas;
- e.- Determinar los flujos futuros que generará la cartera, por un período que deberá ser igual al del plazo de la emisión de los valores derivados de la titularización;

f.- Elementos considerados para otorgar el crédito originador de la cartera, tales como el tiempo de vinculación del cliente con la entidad:

g.- Posición expuesta por diferencial cambiario, de ser el caso; y,

h.- Análisis de sensibilidad, a fin de determinar la variabilidad de los flujos futuros de la cartera, en escenarios pesimista, moderado y optimista, con indicación de las probabilidades de ocurrencia de estos escenarios. Estos análisis deberán sustentarse debidamente.

La metodología ponderará, tanto el comportamiento promedio de la cartera como los casos extremos de siniestro, con base a las probabilidades establecidas.

Art. 4.- Determinación del índice de siniestralidad.

Para la emisión de valores derivados de una titularización de cartera, el índice de siniestralidad tomará como referencia lo siguiente:

a.- Cartera nueva:

Será aquella cuya historia es inferior a 3 años, para lo cual se tomará como índice el factor de siniestralidad de la cartera general del agente originador, referido a la clase de cartera a la que pertenecen los créditos objeto de la titularización, dentro de un período no inferior a la edad máxima de dicha clase de cartera.

En caso de que sea la primera vez que el originador vaya a generar cartera de crédito, obtendrá el índice de siniestralidad en función de carteras de crédito de similares características con base a un análisis de mercado en el sector económico al que pertenece; el cual deberá estar debidamente realizado para que luego sea aceptado por la Superintendencia de Compañías.

b.- Cartera cuya historia es superior a 3 años:

En este caso, se tomará el mayor de los valores resultantes de determinar el índice de siniestralidad general de la cartera en la clase correspondiente y el especial, referido concretamente a la cartera que se va a titularizar.

Para ambos casos, el factor resultante no podrá exceder el 100 por ciento del valor de los créditos transferidos al patrimonio autónomo, junto con el de sus correspondientes intereses.

Art. 5.- Factores, documentación y análisis requeridos para la determinación del índice de desviación general de inmuebles, proyectos inmobiliarios y flujos de fondos.

Para la autorización de procesos de emisión de valores derivados de una titularización de inmuebles, proyectos inmobiliarios y flujos de fondos en general, se deberán utilizar los factores que se indican a continuación, adjuntar los documentos y realizar los análisis que permitan establecer el índice de desviación general. Para el efecto, se considerarán las variables que puedan incidir en eventuales desviaciones en la generación de flujos futuros de fondos por parte del patrimonio autónomo constituido para el proceso de emisión de valores derivados de una titularización.

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

- a.- Costos y gastos de mantenimiento de los inmuebles de los últimos tres años y proyección debidamente sustentada para cubrir igual período que la emisión de valores;
- b.- Utilidad operacional y utilidad neta de los tres últimos años y una proyección debidamente sustentada por un período igual al de la emisión de valores;
- c.- Ingresos adicionales previstos dentro del período de vigencia de la emisión de los valores derivados de la titularización o cuotas, contados a partir de la fecha de constitución del fideicomiso mercantil o fondo colectivo, respectivamente;
- d.- Otros costos y gastos adicionales del fideicomiso mercantil o fondo colectivo previstos para los tres años siguientes contados a partir de la fecha de constitución del fideicomiso mercantil o fondo colectivo;
- e.- Posición expuesta por diferencial cambiario, de ser del caso;

- f.- Información estadística de los últimos tres años, respecto de la generación de flujos de fondos del patrimonio autónomo o independiente. Si la generación de los flujos de fondos es menor a los tres últimos años, las estadísticas se tomarán desde la fecha de inicio del flujo;
- g.- Proyección de la capacidad de generación de flujos de fondos para un período no inferior al de la vigencia de la emisión; y,
- h.- Demostración de la existencia de garantías y coberturas que amparen los bienes objeto de la emisión de valores derivados de una titularización e idoneidad de las mismas.

Art. 6.- Determinación del índice de desviación general.

Para la aplicación de los mecanismos de garantía previstos en el artículo 150 de la Ley de Mercado de Valores en la emisión de valores derivados de una titularización, el índice de desviación se aplicará en consideración al siguiente procedimiento:

Tratándose de titularización inmobiliaria, el índice de desviación de flujos se calculará sobre la base de la desviación estándar de los flujos generados durante los últimos 36 meses, al menos.

En caso de no existir información histórica por tratarse de nuevos inmuebles, proyectos inmobiliarios o flujos de fondos en general, se realizará un análisis de sensibilidad, a fin de determinar la variabilidad de los flujos futuros.

El análisis de sensibilidad se estimará en tres escenarios, pesimista, moderado y optimista; en cada caso se calculará la probabilidad de ocurrencia. Dentro de cada escenario, se presentará el respectivo índice de desviación.

Sobre la base de los índices de desviación en cada uno de los tres escenarios antes mencionados, se calculará el índice de desviación promedio ponderado. El grado de desviación de los flujos de fondos deberá ser revisado con la

periodicidad que el Agente de Manejo estime necesario durante el período de vigencia de los valores derivados de una titularización.

Art. 7.- Del procedimiento para la autorización de emisión de valores derivados de un proceso de titularización.

Para efectuar oferta pública de estos valores, se lo hará a través de un fideicomiso mercantil o fondo colectivo de inversión, para el efecto se deberá presentar a la Superintendencia de Compañías la información que se señala a continuación, cuya responsabilidad de elaboración, análisis y verificación corresponderá a la Administradora de Fondos y Fideicomisos.

7.1 Información General:

- a.- Solicitud de autorización de oferta pública y la inscripción en el Registro del Mercado de Valores, debidamente suscrita por el representante legal de la Administradora de Fondos y con firma de abogado;
- b.- Prospecto de oferta pública;
- c.- Documento en el que se indique, los montos y la forma en que se han establecido los flujos futuros de fondos que se generarán, el cual deberá contemplar una proyección de por lo menos el tiempo de vigencia de los valores emitidos en el proceso de titularización;
- d.- Indicar el o los mecanismos de garantía constituidos por el originador o por el agente de manejo;
- e.- En caso de que en el proceso de titularización se emitan títulos, facsímil del título que contenga al menos lo siguiente:
 - Nombre y domicilio de la Administradora de Fondos y Fideicomisos.
 - Derechos incorporados en el título y las condiciones financieras del mismo.
 - Fecha de expedición y plazo del título.
 - Indicación si los valores serán nominativos o a la orden.
 - Garantías de la titularización.
 - Valor nominal de cada título.
 - Indicación del rendimiento financiero, de ser el caso.

- Forma y término de redención y procedimiento para la liquidación, indicando los sitios en los que se cancelará.
- Firma del representante legal de la Administradora de Fondos y Fideicomisos.
- Nombre, dirección domiciliaria y de correo electrónico, teléfono y fax del Agente Pagador de tenerlo.
- Indicación de que la gestión del Agente de Manejo es de medio y no de resultado.
- Indicación de que el patrimonio autónomo constituido es el que respalda los valores emitidos.
- Número secuencial y cantidad de valores que representan el título.
- Fecha y número de resolución de inscripción del fideicomiso mercantil y del valor.
- Calificación inicial de riesgo. La calificación de riesgo de los títulos será objeto de actualizaciones periódicas por parte de la compañía calificadora de riesgo, conforme a la ley, la cual podrá ser conocida por el inversionista a través del Registro del Mercado de Valores y de las publicaciones en la prensa escrita indicando el diario o diarios escogidos que de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores y el reglamento de Calificación de Riesgo debe efectuar la compañía Calificadora de Riesgo.
- El contrato de fideicomiso mercantil que da origen al proceso de emisión de valores derivados de una titularización; y,

f.- Declaración juramentada del representante legal del Agente de Manejo acerca de la veracidad de la información contenida en el prospecto de oferta pública.

La presentación de la documentación servirá para la autorización de la Oferta Pública de la titularización, para los efectos de inscripciones de la emisión y de los valores en el Registro de Mercado de Valores.

7.2 Información adicional para titularización de Cartera de Crédito:

Para el caso del proceso de titularización de cartera solo se podrá estructurar con carteras de la misma clase y no se aceptarán mezclas, ni combinaciones de carteras, adicionalmente se deberá presentar lo siguiente:

- a.- El monto máximo de la emisión, no podrá exceder del 100% del valor de la cartera transferida a la fecha de emisión de los valores derivados de la titularización;
- b.- Determinar el índice de siniestralidad en la generación de flujos proyectados de la cartera a titularizar, siguiendo para el efecto las disposiciones contenidas en los Arts. 3 y 4 de este reglamento. La información que se requiere en el Art. 3 también deberá ser presentada para efectos de autorización de la emisión; y,
- c.- Certificación del representante legal del originador, de ser el caso, de que la cartera no se encuentre pignorada, ni que sobre ella pesa gravamen o limitación alguna.

Art. 7.- (CONTINUACION)

7.3 Información adicional para titularización de inmuebles generadores de flujo de caja.

- a.- En ningún caso el valor de la emisión excederá el 90% del valor presente de los flujos futuros proyectados que generará el inmueble durante el plazo de la emisión de valores de titularización, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la tasa activa referencial señalada por el Banco Central para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta 30 días;
- b.- Determinar el índice de desviación en la generación de los flujos proyectados del inmueble, de conformidad a las normas establecidas en los Arts. 5 y 6 de este reglamento;
- c.- Copia de la Póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo a favor del patrimonio autónomo, con una vigencia de hasta tres meses posteriores al vencimiento de los valores producto de la titularización;
- d- Certificación de que el inmueble está libre de gravámenes o limitaciones de dominio (Certificados del Registrador de la Propiedad y del Registrador Mercantil según corresponda);
- e.- Contar con dos avalúos actualizados sobre el inmueble los cuales deberán ser efectuados por peritos independientes del originador y del Agente de Manejo, de reconocida trayectoria en el ramo. Se entenderá como avalúo

actualizado aquel que no tenga más de seis meses de antelación a la fecha de presentación de la solicitud de la autorización de oferta pública e inscripción de los valores derivados de un proceso de titularización, ante la Superintendencia de Compañías; y,

f.- Certificación emitida por los valuadores sobre su independencia frente al originador y el Agente de Manejo.

7.4 Información adicional para la titularización de proyectos inmobiliarios generadores de flujo de caja.

a.- Determinación del monto de la emisión, que en ningún caso podrá exceder el 100% del presupuesto total del proyecto inmobiliario, incluidos aquellos asociados con el desarrollo del proceso de titularización;

b.- Determinar el índice de desviación en la generación de los flujos proyectados inmobiliarios, de conformidad a las normas establecidas en los Arts. 5 y 6 de este reglamento;

c.- Certificación de que el inmueble donde se desarrollará el proyecto inmobiliario está libre de gravámenes o limitaciones de dominio (Certificados del Registrador de la Propiedad y del Registro Mercantil, de ser del caso);

d.- Estudio técnico - económico detallado que concluya razonablemente la viabilidad financiera del proyecto. Este estudio deberá contemplar además la factibilidad del proyecto así como la programación de la obra con su cronograma de ejecución;

e.- En el presupuesto total del proyecto deberá incluirse el valor del inmueble y el costo de los diseños, estudios técnicos y de factibilidad económica, programación de obras y presupuestos, así como los valores correspondientes a administración, imprevistos y utilidades, incluyendo los costos de promoción y ventas;

f.- Declaración rendida ante un Notario por el constructor que acredite experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar envergadura;

g.- Denominación de la compañía fiscalizadora de la obra, la cual deberá certificar su independencia frente al constructor de la obra;

h.- Indicar la forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución de la obra. Este punto de equilibrio deberá considerar al menos la viabilidad legal, financiera y técnica para llevar adelante el proyecto. Las características que determinaron el punto de equilibrio deberá constar en el Reglamento de Gestión o Reglamento Interno de fideicomiso mercantil o fondo colectivo, según corresponda;

i.- Copia de la proforma de la póliza de seguro contra todo riesgo a favor del patrimonio autónomo. Una vez que se alcance el punto de equilibrio se deberá contratar la póliza respectiva sobre el inmueble donde se ejecutará el proyecto, con un plazo de hasta tres meses posteriores al vencimiento de los valores productos de la titularización o al prepago de los mismos, en los términos establecidos en la Ley de Mercado de Valores; fotocopia de la póliza deberá ser remitida a la Superintendencia de Compañías hasta dos días después de ser suscrita; y,

j.- Copias de las proformas de las garantías bancarias o pólizas de seguros de fiel cumplimiento del contrato y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos, constituidas por el constructor; se deberá seguir el mismo procedimiento establecido en el literal c) del numeral 7.3 de este artículo.

7.5 Información adicional para la titularización de proyectos inmobiliarios generadores de derechos de contenido económico.

En tratándose de la titularización de inmuebles y proyectos inmobiliarios generadores de derechos de contenido económico, a más de la información prevista en los literales c, d, e, f, g, h, i, j del numeral precedente, se deberá acompañar:

a.- La determinación del monto de la emisión, que en ningún caso podrá exceder el 100% 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; y,

b.- Dejar claramente establecidos todos los mecanismos de cobertura y garantías del proceso para la protección y seguridad de los derechos de contenido económico de los inversionistas.

Cuando de la titularización de proyectos inmobiliarios resulte la emisión de valores de contenido mixto, se aplicará lo previsto en el artículo 7.4 de este reglamento.

7.6 Información adicional para titularización de flujos de fondos.

En el caso de procesos de titularización de flujos de fondos en general se deberá acreditar la relación jurídica en virtud de la cual el agente originador tiene derecho a percibir los flujos a titularizar, y se deberá presentar lo siguiente:

a.- En ningún caso el valor de la emisión excederá el 90% del valor presente de los flujos, requeridos de acuerdo al presupuesto, estudio o documento que se presente durante el plazo de emisión, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a tasa activa referencial señalada por el Banco Central para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta 30 días. El mismo porcentaje y procedimiento se aplicará para el caso de que la titularización se realice por un segmento del proyecto;

b.- Determinar el índice de desviación en la generación de los flujos proyectados de conformidad a las normas establecidas en los artículos 5 y 6 de este reglamento. La información que se requiere en el Art. 6 también deberá ser presentada para efectos de autorización de la emisión;

c.- De ser aplicable, presentar una certificación de que los activos integrados al patrimonio autónomo, están libres de gravámenes o limitaciones de dominio (Certificados del Registrador de la Propiedad y Registrador Mercantil de ser el caso);

d.- Estudio técnico- económico detallado que concluya razonablemente la viabilidad, legal, técnica y financiera así como la factibilidad en la generación de los flujos de fondos proyectados;

e.- Indicar la forma de determinar el punto de equilibrio para la generación de los flujos. Este punto de equilibrio deberá considerar la viabilidad legal, financiera y técnica para generar los flujos de fondos. Las características que determinaron el punto de equilibrio deberán constar en el Reglamento de Gestión o Reglamento Interno del fideicomiso mercantil o fondo colectivo, según corresponda; y,

f.- Dos avalúos actualizados practicados sobre los activos objeto de titularización realizados por empresas de reconocida experiencia en la materia, los cuales deberán haberse realizado dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del proceso de titularización.

Art. 8.- Mecanismos de garantía.

Los mecanismos de garantía establecidos en la ley, deben cubrir en 1.5 veces el índice de siniestralidad o el de desviación, según corresponda.

Art. 9.- Del Reglamento de Gestión e Interno.

El Reglamento de Gestión o Reglamento Interno de emisión de valores derivados de una titularización, estructurado a través de un fideicomiso mercantil o fondo colectivo, respectivamente; contendrá la siguiente información:

- a.- Información general sobre la Administradora de Fondos y Fideicomisos;
- b.- La denominación del fondo colectivo o fideicomiso mercantil, en la que obligatoriamente se incluirá además del nombre específico de éste, la expresión "Fondo Colectivo de Inversión o Fideicomiso Mercantil" respectivamente;
- c.- Plazo de duración del fondo colectivo o fideicomiso mercantil;
- d.- Gastos a cargo del fondo colectivo o fideicomiso mercantil;
- e.- Honorarios y comisiones de la administradora;
- f.- Normas para la valoración de los valores emitidos en el desarrollo de procesos de titularización;
- g.- Política de endeudamiento, de ventas, de crédito, de administración de cuentas por cobrar y provisiones, del fondo colectivo o fideicomiso mercantil;
- h.- Información que deberá proporcionar a los inversionistas con indicación de la periodicidad y forma de entrega

i.- Para el caso de fondos colectivos, se deberá establecer las normas sobre el cambio de administrador, liquidación anticipada o al término del plazo del fondo, si se contemplare tales situaciones;

j.- Indicación del medio de prensa de circulación nacional en el que se efectuarán las publicaciones informativas para los aportantes de los fondos colectivos y fideicomisos mercantiles;

k.- Indicación de la firma auditora externa, que deberá estar inscrita en el Registro del Mercado de Valores;

l.- Régimen aplicable para la obtención de los recursos o flujos futuros, para el efecto deberá considerar entre otros los siguientes aspectos:

- Indicación del tipo de activo motivo de la titularización.
- Naturaleza y denominación del tipo de valores a ser emitidos.
- Partes intervinientes: Originador, Agente de Manejo o fiduciario, fideicomiso mercantil, etc. con indicación de sus obligaciones.
- Características de los valores a ser emitidos con indicación de los derechos que otorgan a los inversionistas.
- Indicación de los mecanismos de garantía a utilizarse y la forma en que éstos se harán efectivos de ser el caso.
- Sistema de colocación, con indicación de la (s) bolsa (s) en que se hallan inscritos.
- Forma de determinación de los flujos futuros;

m.- Destino de la liquidez temporal de los recursos y de los flujos futuros, de existir, para el efecto se deberá considerar al menos:

- Política de inversiones de los recursos y de los remanentes por pagos o flujos anticipados, con indicación de las normas de diversificación de las inversiones y manejo de la liquidez;

n.- Casos en los cuales procede la redención anticipada de los valores emitidos;

o.- Características y forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto, considerando para el efecto al menos lo siguiente:

- Indicación de su viabilidad jurídica, técnica y financiera, especificando las normas que se observarán en el caso de que este punto de equilibrio no se

alcance, a fin de restituir a los inversionistas los recursos aportados y el respectivo rendimiento;

p.- Otros elementos que deberán ser considerados:

- Indicación de la compañía Calificadora de Riesgos, la periodicidad de las revisiones y su publicación.
- Indicación de las obligaciones de la Administradora de Fondos y Fideicomisos.
- Indicación de las políticas y límites del endeudamiento, las que guardarán relación con el objeto del fondo o fideicomiso, la naturaleza de sus activos y el plazo de existencia del fondo o fideicomiso.
- Forma, medio y periodicidad en la cual los inversionistas y ente de control involucrado conocerá sobre la gestión de la Administradora de Fondos y

Fideicomisos a cargo del patrimonio autónomo.

- Forma de liquidación del patrimonio autónomo.

Art. 10.- Información que debe remitir el Comité de Vigilancia.

El Comité de Vigilancia deberá informar a la Superintendencia de Compañías como hecho relevante, dentro de los 5 días de detectado el hecho, cualquier incumplimiento de la ley, los reglamentos del CNV así como de las normas que rigen al fideicomiso mercantil y al proceso de titularización en general.

Art. 11.- Contenido del Prospecto de Oferta Pública Primaria de valores Provenientes de procesos de Titularización.

El prospecto de oferta pública primaria de valores resultantes de un proceso de titularización, deberá contener la siguiente información:

11.1. Información General.

a.- Portada:

- 1.- Título "PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA" debidamente destacado.
- 2.- Nombre o razón social del Agente Originador.
- 3.- Nombre o razón social del Agente de Manejo.
- 4.- Denominación específica del fideicomiso mercantil emisor de los valores.

- 5.- Tipo de valores a emitir, esto es, si se trata de títulos de contenido crediticio, de participación o mixtos.
- 6.- Monto de la emisión.
- 7.- Calificación de riesgo otorgada a la emisión.
- 8.- Nombre del Agente Pagador.
- 9.- Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías autorizando la oferta pública y la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores.
- 10.- Cláusula de exclusión: La autorización de la oferta pública no implica, de parte de la Superintendencia de Compañías ni de los miembros del Consejo Nacional de Valores, recomendación alguna para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre su precio, la solvencia de la entidad emisora, el riesgo o la rentabilidad de la emisión.

b.- Información general del Agente Originador:

- 1.- Nombre, dirección, teléfono, fax y correo electrónico de tenerlo.
- 2.- Objeto social.
- 3.- Descripción de la actividad económica, productos y participación en el mercado.
- 4.- Finalidad de la titularización.
- 5.- Información económico y financiera: Estados financieros del último ejercicio fiscal, junto con sus notas y dictamen del auditor externo, análisis vertical. (Indices).

c.- Información general del Agente de Manejo:

- 1.- Nombre, dirección, teléfono, fax y e-mail, de tenerlo.
- 2.- Grupo financiero al que pertenece, si fuere del caso.
- 3.- Fecha de constitución y plazo de duración de la sociedad.
- 4.- Organización de la sociedad.
- 5.- Recurso humano e infraestructura técnica y administrativa para el manejo de fondos y fideicomisos.
- 6.- Identificación y experiencia del personal directivo.

7.- Autorización de funcionamiento e inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

8.- Capital social y composición accionaria.

9.- Información económico financiera; estados financieros del último ejercicio fiscal, junto con sus notas y dictamen del auditor externo y un análisis vertical. (Indices).

10.- Indicación de que las obligaciones asumidas por el Agente de Manejo son de medio y no de resultado.

d.- Información sobre el Patrimonio Autónomo Emisor de los Valores:

1.- Denominación específica

2.- Fecha y escritura pública de constitución.

3.- Inscripción de la escritura pública de constitución en el Registro del Mercado de Valores y otros registros pertinentes, si fuere el caso.

4.- Resumen del contrato de fideicomiso mercantil incluyendo: finalidad y objeto, deberes y responsabilidades del Agente de Manejo, derechos de los inversionistas, rendición de cuentas y remuneración del Agente de Manejo.

5.- Descripción y valor de los activos transferidos para el desarrollo del proceso de titularización y de sus garantías, si las hubiere.

6.- Resumen del Reglamento de Gestión del proceso de titularización.

7.- Descripción detallada y proyección de los flujos de fondos a percibir por parte del patrimonio autónomo, por un período equivalente al de la vigencia de la emisión y descripción detallada del procedimiento empleado para su cálculo.

8.- Descripción detallada de los mecanismos de garantía constituidos por el Agente Originador o el Agente de Manejo.

9.- Procedimiento a seguir en el caso en que los inversionistas no ejercieren sus derechos dentro de los seis meses posteriores a la fecha en que haya nacido para el Agente de Manejo la última obligación de pagar los flujos de fondos o de transferir los derechos de contenido económico.

10.- Relación de costos y gastos a ser asumidos por el patrimonio autónomo.

11.- Aspectos tributarios del patrimonio autónomo.

12.- Causales de terminación del fideicomiso mercantil y procedimiento para su liquidación.

- 13.- Causales y procedimiento para la sustitución del Agente de Manejo.
- 14.- Nombre o razón social de la firma auditora.
- 15.- Información económico financiera: estados financieros a la fecha de constitución del patrimonio autónomo o al último ejercicio mensual anterior a la fecha de la solicitud de autorización de la oferta pública, según sea el caso.

e.- Características de la Emisión:

- 1.- Monto total de la emisión.
- 2.- Destinatarios.
- 3.- Plazo de la oferta pública.
- 4.- Procedimiento para la colocación.
- 5.- Condiciones especiales de la colocación, si fuere del caso.
- 6.- Monto mínimo de la inversión.
- 7.- Forma y lugar de suscripción de los títulos.
- 8.- Características de los valores a emitir, incluyendo: tipo, valor nominal, carácter nominativo o a la orden, rendimientos o beneficios económicos, plazo o condición, periodicidad, forma y lugar de pago del capital y de los rendimientos o beneficios económicos, derechos del inversionista, clases y series, si fuere el caso; y, condiciones de pago anticipado.
- 9.- Aspectos tributarios de la inversión.
- 10.- Extracto del estudio técnico de la calificadora de riesgos.

11.1, el prospecto para la titularización de cartera de crédito deberá contener la siguiente información especial:

11.2 Contenido adicional del prospecto para la titularización de cartera de crédito. Además de la información general prevista en el numeral

a.- Descripción del tipo y características de la cartera de crédito titularizada: comercial, de consumo o para la vivienda, edad promedio, número de deudores y valor promedio de los créditos, calificación de riesgo, distribución geográfica, tasa de interés promedio expresada en términos efectivos, garantías y coberturas de seguros, si las hubiere.

- b.- En el caso de cartera de crédito de instituciones financieras, un resumen de la última valoración realizada por la comisión especial de activos de riesgo, siempre que la misma no exceda de tres meses.
- c.- En el caso de cartera de compañías o entidades no financieras, un resumen de la valoración realizada por la calificadora de riesgo o auditora externa debidamente inscrita en el Registro de Mercado de Valores.
- d.- Índice de siniestralidad y descripción detallada de la metodología empleada para su cálculo.

Art. 11.- (CONTINUACION)

11.3 Contenido adicional del prospecto para la titularización de inmuebles.

Además de la información general prevista en el numeral 11.1, el prospecto para la titularización de inmuebles deberá contener la siguiente información especial:

- a.- Descripción detallada del inmueble titularizado que contenga al menos: tipo de bien, ubicación, área de construcción, número y fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad;
- b.- Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su cálculo, cuando de titularización de inmuebles generadores de flujo de caja se trate;
- c.- Descripción de la póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo, acorde con lo establecido por la Ley de Mercado de Valores; y,
- d.- Resumen de los dos avalúos actualizados efectuados por peritos independientes del originador y del Agente de Manejo.

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

Además de la información general prevista en el numeral 11.1, el prospecto para la titularización de proyectos inmobiliarios deberá contener la siguiente información especial:

- a.- 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;
- b.- 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,
- c.- Etapas y duración estimada de la ejecución del proyecto;
- d.- Descripción detallada de la determinación del punto de equilibrio del proyecto, y tratamiento en caso de no alcanzarse el mismo;
- e.- Nombre o razón social del constructor y resumen de su experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar naturaleza y envergadura a la que será desarrollada;
- f.- 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;
- g.- Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su cálculo, cuando de proyectos inmobiliarios generadores de flujo de caja se trate;
- h.- Resumen del contrato de construcción;
- i.- Resumen del contrato de fiscalización;
- j.- Descripción de las garantías bancarias o póliza de fiel cumplimiento del contrato de construcción y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos;
- k.- Resumen de los dos avalúos actualizados efectuados por peritos independientes del originador y del Agente de Manejo; y,
- l.- Descripción de la póliza de seguro que ampara el inmueble contra todo riesgo, acorde con lo establecido en la Ley de Mercado de Valores.

11.5 Contenido adicional del prospecto para la titularización de flujos de fondos.

Además de la información general prevista en el numeral, el prospecto para la titularización de flujos de fondos deberá contener la siguiente información especial:

- a.- Descripción detallada del activo o proyecto titulizado, a partir del cual se generarán los flujos de fondos materia de la titularización. Tratándose de bienes inmuebles, descripción detallada del bien transferido al patrimonio autónomo: tipo de bien, ubicación, área, número y fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad;
- b.- Resumen de los aspectos más relevantes del estudio técnico económico que respalda la generación de los flujos de fondos proyectados;
- c.- Etapas y duración estimada de la ejecución del proyecto, si fuere el caso;
- d.- Descripción detallada de la determinación del punto de equilibrio del proyecto y tratamiento en caso de no alcanzarse el mismo, si fuere el caso;
- e.- La información señalada en los literales e), f), h), i), j), k) y l) del numeral 11.4 anterior, si fuere el caso;
- f.- Dictamen de la calificación de riesgo;
- g.- Índice de desviación y descripción detallada de la metodología empleada para su cálculo;
- h.- Experiencia del Agente de Manejo, el originador y demás participantes involucrados en el proceso de titularización;
- i.- Descripción general de la estructura de titularización, señalando aquellos datos relativos al patrimonio que sean de relevancia para los inversionistas;
- j.- Descripción del patrimonio que sirve de respaldo a los valores ofrecidos con indicación de lo siguiente:
 - Denominación específica.
 - Fecha, escritura pública, inscripción en los registros públicos y demás datos relativos a su constitución.
 - Finalidad para la que fue constituido y las gestiones o actividades específicas constitutivas de la misma.
 - Nombre o denominación del o de los fideicomitentes, del fiduciario y de los beneficiarios;

k.- En relación a los miembros del Comité de Vigilancia:

- Nombre y domicilio.
- Derechos, facultades, obligaciones y responsabilidades.
- Currículum vitae.
- Otros datos relevantes.

l.- Características de los activos, indicando por lo menos lo siguiente:

- Detalle y descripción de todos los aspectos relevantes de los que lo integran o integrarán, en especial lo relativo a su titularidad o propiedad anterior o al momento de lanzarse la oferta, sus garantías, los gravámenes a los que estuvieren afectos, entre otros.
- Valor monetario de los activos, con la descripción detallada del procedimiento de valuación y con el sustento respectivo de una reconocida sociedad auditora o empresa especializada.
- Valor de adquisición.
- Régimen de sustitución y de adquisición o inversión en nuevos activos, de ser el caso.
- En el caso de carteras de créditos y de otros activos generadores de un flujo de efectivo, especialmente lo relativo a los activos que componen al origen de los mismos, a los criterios utilizados para su selección, a su rentabilidad histórica promedio, con la descripción del procedimiento para determinarla y con mención de los índices de siniestralidad.
- Análisis del flujo esperado de efectivo o de derechos de contenido económico a ser generados a partir del patrimonio.
- Relación de costos y gastos a ser asumidos con los activos que integran el patrimonio.
- Garantías adicionales que se hubieran establecido o se fueran a establecer en relación al patrimonio en su conjunto.
- Mecanismo para la liquidación del patrimonio.
- La posibilidad de modificación del acto constitutivo, de ser el caso.
- El destino de los activos al final del fideicomiso.

Los tres últimos estados financieros auditados del patrimonio fideicometido, o por el tiempo de existencia, y últimos estados financieros sin auditar, debiendo contar con este último caso con opinión favorable de una reconocida sociedad auditora e incluir una descripción de los principios y principales políticas contables utilizadas y a utilizar para su elaboración.

m.- Descripción de los valores que están siendo ofrecidos, con expresión de sus características tales como:

- Clases y series.
- Detalle de los derechos que confiere cada clase o serie de valores señalando por lo menos.
 - Denominación.
 - Carácter nominativo o al portador.
 - Valor nominal, de ser el caso.
 - Participación, de ser el caso.
 - Rendimientos.
 - Plazos.
 - Modo, lugar y recursos con los que se efectuará el pago.
 - Garantías generales o específicas al pago del derecho.
 - Forma de representación y de transferencia.
 - Fecha de emisión.
 - Subordinaciones que se hubieren establecido para las clases o series.
 - Garantías establecidas por clases y series.
 - Mecanismos centralizados de negociación donde se transarán, de ser el caso;

n.- Descripción de la emisión y oferta, considerando lo siguiente:

- Monto total.
- Destinatarios.
- Detalle del procedimiento y del plazo para la colocación.
- Valor de colocación.
- Fecha, monto mínimo y demás condiciones de la emisión.
- Explicación detallada del destino que se dará a los recursos que se pretende captar.

- Aspectos tributarios;

o.- En relación con el Agente de Manejo:

- Denominación, domicilio, teléfono, facsímil.
- Datos relativos a su constitución y a su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.
- Organos societarios.
- Estructura administrativa interna.
- Plana directiva, gerencial y nombres de los demás miembros de la administración, incluyendo el currículum vitae de ellos.
- Derechos, facultades, obligaciones, responsabilidades y limitaciones a éstas.
- Experiencia en anteriores procesos de titularización, de ser el caso.
- Antecedentes relevantes.
- Descripción de la infraestructura con que cuenta para el desarrollo de sus funciones.
- Toda otra información que sea relevante;

p.- En relación con el originador:

- Denominación, domicilio, teléfono, facsímil.
- Datos relativos a su constitución y a su inscripción.
- Objeto social.
- Motivación para estructurar la titularización.
- Situación jurídica y financiera, de ser relevante.
- De ser relevante, experiencia y antecedentes.
- Derechos, facultades, obligaciones y responsabilidades.
- Toda aquella otra información que sea relevante, de acuerdo a la función que vaya a desempeñar en la estructura de titularización empleada, como la descripción de sus operaciones, posicionamiento del mercado, principales productos, políticas y estrategias, injerencia en la competencia, injerencia de los proveedores y relación con los clientes;

q.- En relación con el custodio y el Agente Pagador:

- Denominación, domicilio, teléfono, facsímil.

- Datos relativos a su constitución y a su inscripción.
- Situación jurídica y financiera, de ser relevante.
- Derechos, facultades, obligaciones y responsabilidades.
- Experiencia en anteriores procesos de titularización y en emisiones de obligaciones así como la experiencia general dentro de sus actividades como custodio y Agente de Pagos.
- Descripción de la infraestructura con que cuenta para el desarrollo de sus funciones.
- Toda otra información que sea relevante.

r.- Nombre y firma de los responsables de la elaboración del prospecto: Entidad estructuradora o su representante, en su caso, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas;

s.- En un anexo, las cláusulas relevantes del contrato de fideicomiso y la descripción de los demás contratos de importancia, indicando el lugar en donde estarán a disposición de los inversionistas;

t.- En general, toda aquella otra información que sea relevante para los inversionistas y pueda influir o afectar su decisión de inversión; y,

u.- La información adicional que establezca el Superintendente de Compañías.

Art. 12.- Contenido y Periodicidad de la Información a suministrar por el Agente de Manejo.

Además de la información prevista en el contrato de fideicomisos mercantil y en el Reglamento de Gestión, y sin perjuicio del cumplimiento del deber de comunicar hechos relevantes, el Agente de Manejo deberá poner a disposición de la Superintendencia de Compañías y de los inversionistas la información requerida en el Reglamento de Inscripción en el Registro de Mercado de Valores para el mantenimiento de la inscripción del fideicomiso mercantil o fondo colectivo de titularización en dicho registro.

Art. 13.- Autorización de los procesos de titularización.

Los procesos de titularización quedarán autorizados solamente cuando, luego de expedida la correspondiente resolución aprobatoria por parte de la Superintendencia de Compañías, se haya dado cumplimiento íntegro a lo que ella ordene.

Art. 14.- Derogatorias.

Quedan derogadas todas las disposiciones reglamentarias que se opongan al presente reglamento, y expresamente el Reglamento para la Emisión de los Certificados de Derechos Fiduciarios, publicado en el Registro Oficial número 242 de 23 de enero de 1998.

DISPOSICION FINAL.- Este reglamento entrará en vigencia a partir de su publicación en el Registro Oficial.

* (1) Publicado: RO 367 LEY 107 Fecha: 23/JUL/1998

ANEXO #7
CRITERIOS DE CALIFICACIÓN DE VALORES DE PROCESOS DE
TITULARIZACIÓN

Resolución Consejo Nacional de Valores No. 8. RO/ 374 de 23 de Julio del 2001.

Art. 1.- Generalidades: Capacidad de los activos integrados al fideicomiso mercantil, para generar los flujos futuros de fondos así como la idoneidad de los mecanismos de garantía presentados;

- Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo, en base a la documentación suministrada por el fiduciario, el comitente y a los términos establecidos en el contrato de fideicomiso mercantil; y,

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

Art. 2.- La calificadora de riesgo deberá exponer su criterio con relación a los distintos activos que se transfieren en el proceso y, en función a la naturaleza de ellos deberá considerar en sus criterios lo siguiente:

a. Para carteras de crédito:

1. Información estadística, matemática, actuarial y contable vinculada con los flujos futuros de la cartera a titularizar.

2. El índice de siniestralidad en la generación de los flujos proyectados de la cartera a titularizar, el procedimiento de valoración de las garantías, la posición de dicho índice frente a los mecanismos de garantías constituidas y los porcentajes de coberturas.

3. El procedimiento utilizado para la medición del calce de flujos requerido para el proceso de titularización de cartera y los mecanismos de control.

b. Para bienes inmuebles:

1. Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los inmuebles al patrimonio autónomo.

2. El cálculo del índice de desviación en la generación de los flujos proyectados.
3. El o los mecanismos de garantía y los avalúos efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo.

c. Para proyectos inmobiliarios:

1. Los mecanismos de medición de la factibilidad del proyecto inmobiliario, su calidad técnica, las expectativas del mercado para asimilar el proyecto, y demás índices de medición financiera y económica.
2. El análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas.
3. El mecanismo de valoración y seguridad de los títulos mixtos o de participación que incorporen derechos o alícuotas porcentuales de participación sobre el patrimonio constituido.
4. Las garantías, así como los seguros contra riesgos a los que esté expuesto el inmueble y los factores de valoración del mismo.
5. Los avalúos efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo.

d. Para flujos de fondos en general:

1. La evaluación matemática, estadística y actuarial de los flujos que hayan sido proyectados en base a la generación de recursos del proyecto involucrado en la titularización.
2. El análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas.
3. La calidad de las garantías que cubran las desviaciones indicadas y cualquier otra siniestralidad.
4. El punto de equilibrio determinado para la iniciación del proceso de titularización.

Art. 3. Los valores de titularización tendrán las siguientes categorías de calificación:

AAA.- Corresponde a una excelente capacidad del patrimonio autónomo para generar los flujos de fondos esperados o proyectados y responden por las

obligaciones establecidas en los contratos de fideicomiso mercantil y de emisión.

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

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

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

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

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

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

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

Esta resolución entrará en vigencia a partir de la fecha de su publicación en el Registro Oficial.

* (1) Publicado: RO 321 CNV 4 Fecha: 08/MAY/2001