

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO USFQ

Colegio de Posgrados

**Análisis sobre la titularización como medio de financiamiento para el
desarrollo de proyectos inmobiliarios**

**García García Héctor Tomás
Maldonado Sánchez Carlos Andrés**

**César Cisneros, MBA.,
Director de Trabajo de Titulación**

Trabajo de Titulación de posgrado presentado como requisito para la obtención del título de
Magíster en Administración Bancaria y Finanzas

Quito, agosto de 2015

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO USFQ
COLEGIO DE POSGRADOS

HOJA DE APROBACIÓN DE TRABAJO DE TITULACIÓN

**Análisis sobre la titularización como medio de financiamiento
para el desarrollo de proyectos inmobiliarios**

García García Héctor Tomás

Maldonado Sánchez Carlos Andrés

Firmas

César Cisneros, MBA.,
Director de Trabajo de Titulación y
Miembro del Tribunal, Presidente
Director de Maestría

Néstor Jaramillo, Dr.,
Miembro del Tribunal, Vocal

Roberto Salem, MBA.,
Miembro del Tribunal, Vocal

Thomas Gura, Ph.D.,
Decano del Colegio de Administración
y Economía (CADE)

Víctor Viteri, Ph. D.,
Decano del Colegio de Posgrados

Quito, agosto de 2015

© Derechos de Autor

Por medio del presente documento certifico que he leído la Política de Propiedad Intelectual de la Universidad San Francisco de Quito y estoy de acuerdo con su contenido por lo que los derechos de propiedad intelectual del presente trabajo de investigación quedan sujetos a lo dispuesto en la Política.

Asimismo, autorizo a la USFQ para que realice la digitalización y publicación de este trabajo de investigación en el repositorio virtual, de conformidad a lo dispuesto en el Art. 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior.

Firma del estudiante:

Nombre: Héctor Tomas García García

Código de estudiante: 00082007

C. I.: 0917825481

Firma del estudiante:

Nombre: Carlos Andrés Maldonado Sánchez

Código de estudiante: 00082069

C. I.: 0912273737

Fecha: Quito, agosto de 2015

DEDICATORIA

Dedico este trabajo a mi esposa Graciela y a mis hijas Ayleen y Emily, que con la ayuda de Dios, su amor y paciencia me han permitido avanzar en la carrera de la vida para alcanzar cada meta que me he propuesto. A mis padres, hermanas y toda mi familia, porque ellos han forjado la persona que soy, en especial a mi querida Mami Rosa que hoy ya no está con nosotros pero que siempre la llevo presente en todas las etapas de mi desarrollo personal.

Héctor García

Sobre todas las cosas a Dios por haberme dado la sabiduría para poder afrontar y terminar esta etapa, ayudándome a cumplir este gran paso en la formación de mi vida profesional, a mis padres por apoyarme en todo momento y darme el aliento suficiente para luchar por los objetivos que me propongo y ser un ejemplo para mis hermanos, primos, sobrinos y familia en general.

Carlos Maldonado

AGRADECIMIENTO

Mi mayor agradecimiento a Dios, por darme la oportunidad de haber culminado con éxito esta nueva etapa de estudios, donde he conocido y compartido con tantas personas muy valiosas que siempre estarán presente en mi carrera profesional. Gracias a toda mi familia y a cada una de las personas que han hecho posible que de este gran paso y en especial a César, mi Director de Tesis, cuya metodología de enseñanza *breakthrough thinking* la llevaré grabada eternamente en mi mente.

Héctor García

Mi mayor agradecimiento a la universidad, por haberme dado la oportunidad de estudiar y desarrollarme académicamente, mejorando mi capacidad profesional ante esta sociedad tan competitiva. Gracias a mis familiares y a todas las personas que me dieron su apoyo y aliento llenándome de las fuerzas necesarias para continuar con la lucha para llegar hasta el final y en especial mención a mi madre, a quien con mucho cariño le dedico todo mi esfuerzo.

Carlos Maldonado

RESUMEN

Los proyectos inmobiliarios en el Ecuador tradicionalmente se los ha realizado a partir de la idea o concepción de un proyecto que generalmente un promotor inmobiliario (siendo estos muy especializados en el tema y específicos en el mercado), quienes a través de identificar la oportunidad de disponer de un terreno, implementaban la solución de vivienda a una sector determinado de la población. En el Ecuador el fideicomiso tiene su inicio con la Ley de Títulos de Crédito publicada en el Registro Oficial 124 del 9 de Diciembre de 1963, en cuyos artículos ya se hablaba de la figura del fideicomiso, como por ejemplo el artículo 88 de la mencionada Ley, concebía la emisión del título sustentada en el Fideicomiso Mercantil, al señalar que “el Fideicomiso base de la emisión no se extinguirá mientras haya saldos insolutos, por concepto de créditos a cargo de la masa fiduciaria, de certificados o de participación en frutos o rendimientos”. Se publica la Ley General de Operaciones de Crédito, en la cual se incluyó al Fideicomiso como un contrato mediante el cual el Fideicomitente destina ciertos bienes a un fin lícito determinado, encomendando la realización de ese fin a una Institución Fiduciaria. Cabe mencionar que tanto la Ley de Títulos de Crédito así como la Ley General de Operaciones de Crédito fueron transitorias. El Fideicomiso Mercantil se originó como tal por efecto de la Ley de Mercado de Valores de 1993, en la cual se admitió la existencia de las compañías Administradoras de Fondos y Fideicomisos. El esquema de un Fideicomiso Inmobiliario más común se da con 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 o vivienda, para finalmente transferir las unidades construidas a los beneficiarios. Mediante el Fideicomiso de Titularización de Proyectos Inmobiliarios 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.

Palabras Claves: Titularización de Proyectos Inmobiliarios, Fideicomiso Mercantil y Fiduciaria.

ABSTRACT

Real estate projects in Ecuador has traditionally made from the idea or concept of a project generally a developer (being highly specialized in the subject and specific market), who by identifying the opportunity to have of land, housing were implementing the solution to a particular sector of the population. In Ecuador the trust got its start with the Securities Act of Credit published in the Official Gazette 124 of December 9, 1963, whose articles and spoke of the Trusts, such as Article 88 of the Law, conceived the issuance of title supported by the Commercial Trust, noting that "the basic trust of the issue will not be extinguished as long as unpaid balances from loans by the trust mass, certificates or participation in fruits or yields". General Credit Transactions Act, which was included to the Trust as a contract by which the settlor intended certain goods to a specific lawful purpose, entrusting the realization of the order to a trust is published. It is noteworthy that both the Securities Act of Credit and the General Law of Credit Operations were transient. The Commercial Trust originated as such due to the Securities Exchange Act of 1993, which admitted the existence of the Fund management companies and trusts. The most common scheme of a Land Trust is given to the transfer of land for the primary purpose of developing a project on the same building that can be commercial use, offices or housing, to finally transfer the units built to beneficiaries. By Securitization lan projects can generate the necessary transparency and sufficient independence to prior to the start of construction it can bind to a minimum number of buyers, potential project beneficiaries, to ensure the cash flow required for the project to its successful development.

Keywords: Securitization real-state projects, Mercantile Trust and Trustee.

CONTENIDO

RESUMEN.....	6
ABSTRACT.....	7
TABLAS.....	11
ILUSTRACIONES.....	12
CAPITULO 1 INTRODUCCION AL PROBLEMA.....	13
Antecedentes.....	14
La Construcción de Proyectos Inmobiliarios en el Ecuador: una breve reseña. ...	14
El problema.....	17
Hipótesis.....	22
Variable independiente:.....	22
Variable dependiente:.....	22
Objetivo general.....	22
Objetivos específicos.....	23
Pregunta de investigación.....	23
Contexto y marco teórico.....	23
El propósito del estudio.....	23
El significado del estudio.....	24
Definición de términos.....	24
Presunciones de los autores del estudio.....	26
Supuestos del estudio.....	26
CAPITULO 2 REVISIÓN LITERARIA.....	27
Evolución e influencia frente a la noción de fiducia.....	27
Pactum fiduciae.....	29
Fiducia cum creditore.....	29
Fiducia cum amico.....	30
Fideicommissum.....	30
Influencia y evolución.....	31
El trust angloamericano.....	32
La fiducia en el derecho latinoamericano.....	37
La fiducia en Colombia.....	38
El fideicomiso en México.....	40
El fideicomiso en Argentina.....	42
El fideicomiso en Bolivia.....	43
El fideicomiso en Perú.....	43
El fideicomiso en Ecuador.....	44
El negocio fiduciario.....	46
Elementos.....	47
Real.....	47
Relaciones entre el trust y el negocio fiduciario.....	48
El contrato de fideicomiso o fiducia mercantil.....	48
Clasificación desde el punto de vista bancario.....	49
Carácter jurídico del Contrato de Fideicomiso.....	50
Fideicomiso Mercantil Irrevocable.....	51
Objetivo del contrato.....	53
Patrimonio Autónomo.....	54
Bienes separados del resto del activo.....	54
Excluidos de la garantía general de los acreedores del fiduciario.....	55

Fiduciante o fideicomitente	56
Fiduciario	56
Fideicomisario o beneficiario	57
Derechos y obligaciones del fiduciario	60
Derechos y obligaciones del fiduciante o fideicomitente	62
Ejercer la acción de responsabilidad contra el fiduciario	62
Causas de extinción del negocio fiduciario.....	63
Tipos de Fideicomiso.....	66
1. Fideicomiso de Administración	66
2. Fideicomiso de Garantía.....	67
3. Fideicomiso Inmobiliario.....	68
4. Fideicomiso de Titularización	78
Titularización	78
Antecedentes	78
La Titularización en el Mercado Norteamericano	79
La Titularización en el Mercado Ecuatoriano.....	80
El entorno	81
Noción	81
Originador o constituyente.....	84
Agente de manejo	85
La administradora.....	86
La colocadora	86
El estructurador financiero.....	86
El calificador de riesgo	87
Los inversionistas.....	88
Activos Titularizables.....	88
Valores que pueden emitirse.....	90
Naturaleza de los valores emitidos.....	92
Mecanismos de garantía.	93
Calificación de riesgo para los valores emitidos por un proceso de titularización.....	95
Reglamento de gestión de cada proceso de titularización	95
Tratamiento tributario aplicable a procesos de titularización	96
Disposiciones comunes para procesos de titularización	97
Autorización e inscripción de la emisión en el registro del mercado de valores. .	98
Del prospecto de oferta pública.	102
Clases de Titularizaciones.....	107
1.- Titularización de cartera.	107
2.- Titularización de inmuebles.....	110
3.- Titularización de proyectos inmobiliarios.....	112
4.- Titularización de derechos existentes generadores de flujos futuros o de proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables.	115
5.- Titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas.-	115
Beneficios de la Titularización.	120
Costos en el proceso de titularización.....	121
El riesgo y mejores prácticas fiduciarias.	125
Diferenciación del negocio fiduciario frente a otros productos financieros.	126
La Confianza, ¿Factor determinante?	127
Diversos tipos de riesgos.	127
Análisis y Evaluación del Riesgo Operativo	129

Herramientas para la gestión del Riesgo Operativo Fiduciario.....	129
Mejores Prácticas Fiduciarias.....	130
CAPÍTULO 3 METODOLOGÍA Y DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN	136
Diseño de la investigación.....	136
Descriptiva.....	136
Correlacional.....	137
Predictiva.....	138
Explicativa.....	138
Exploratoria.....	139
Cualitativa.....	140
Cuantitativa.....	141
Métodos de investigación.....	142
Concepto.....	142
Método Empírico.....	143
Métodos Teóricos.....	143
Métodos Estadísticos.....	147
Técnicas y herramientas de investigación.....	149
Observación.....	149
Encuesta.....	150
Entrevista.....	151
Experimento.....	152
Justificación de la metodología seleccionada.....	152
Prueba piloto.....	153
CAPÍTULO 4 RECOLECCIÓN Y ANÁLISIS DE DATOS	154
Importancia del sector de la construcción en la economía ecuatoriana.....	154
PIB Nacional y PIB del sector de la construcción.....	154
Tasas de interés por segmento y Volumen del crédito.....	160
El mercado de valores como fuente de financiamiento empresarial.....	168
Definición.....	168
Fuentes del mercado de capitales.....	170
Negociaciones en el mercado de valores ecuatoriano.....	173
Estudio de Caso: Titularización de Inmueble “Hotel Ciudad del Río”	176
Información general de la titularización “Hotel Ciudad del Río”.....	177
Principales definiciones del Fideicomiso de Titularización.....	180
Experimento: Titularización de Proyecto Inmobiliario.....	199
Esquema del Proceso de Titularización.....	200
Estructuración legal de la Titularización.....	204
Estructuración Financiera de la Titularización.....	213
CAPÍTULO 5 CONCLUSIONES	225
Respuesta a la pregunta de investigación.....	225
Limitaciones del estudio.....	225
Recomendaciones para futuros estudios.....	225
BIBLIOGRAFÍA.....	226
ANEXO No. 1 EXPEDIENTES DE CLIENTES	228

TABLAS

Tabla 1 PIB Construcción y PIB Nacional (en millones de US\$ corrientes)	157
Tabla 2 PIB Nacional y PIB Construcción (miles \$ 2007 y variación anual)	157
Tabla 3 Estadísticas de exportación de petróleo crudo	159
Tabla 4 Tasas de Interés Activa Efectiva Máxima	160
Tabla 5 Volumen de crédito por tipo de industria	162
Tabla 6 Tasa de crecimiento de créditos	162
Tabla 7 Participación de créditos sector construcción/todas las industrias.....	163
Tabla 8 Plazo Promedio de los créditos por tipo de industria.....	164
Tabla 9 TEA promedio de los créditos por tipo de industria	165
Tabla 10 Captaciones del Sistema Financiero (en millones de dólares)	170
Tabla 11 Participación por tipo de captaciones	171
Tabla 12 Montos por tipo de depósitos.....	172
Tabla 13 Negociaciones bursátiles por tipo de mercado (millones de US\$).....	173
Tabla 14 TEA Promedio ponderado	175
Tabla 15 Utilidad por VTP-GM Hotel	177
Tabla 16 Resultados de proyecciones (con créditos bancarios).....	222
Tabla 17 Resultados de Proyecciones (con titularización)	223

ILUSTRACIONES

Ilustración 1 PIB Nacional y PIB Construcción (en millones de dólares corrientes)	156
Ilustración 2 PIB del Sector Construcción (en millones de dólares corrientes).....	156
Ilustración 3 Crecimiento PIB Construcción y PIB Nacional	158
Ilustración 4 Participación PIB Construcción en PIB Nacional.....	158
Ilustración 5 Volumen de Crédito Sistema Financiero y BIESS.....	161
Ilustración 6 Volumen de crédito por tipo de industria	162
Ilustración 7 Plazo promedio del crédito por tipo de industria.....	164
Ilustración 8 TEA promedio de crédito por Tipo de Industria	165
Ilustración 9 Motivo de las empresas para no solicitar nuevos créditos	167
Ilustración 10 Destino del crédito.....	168
Ilustración 11 Participación por tipo de captación.....	171
Ilustración 12 Participación por tipo de depósito	172
Ilustración 13 Participación de negociaciones bursátiles por tipo de mercado	174
Ilustración 14 Participación de negociaciones bursátiles por tipo de títulos	175

CAPITULO 1 INTRODUCCION AL PROBLEMA

En el Ecuador, el déficit de viviendas se ha venido cubriendo en los últimos años a través de la empresa privada que ha desarrollado diferentes proyectos inmobiliarios a nivel nacional, concentrados principalmente en las ciudades de Quito y Guayaquil, teniendo como principal medio de financiamiento a los créditos de instituciones financieras, otorgados en su mayoría a los constructores por Bancos privados y a los promitentes compradores por el Banco del Instituto de Seguridad Social (BIESS). Para el desarrollo de los Proyectos Inmobiliarios, se ha generalizado el uso del Fideicomiso Inmobiliario como instrumento que brinda mayor confianza y seguridad a las mencionadas instituciones financieras.

Para la construcción de las viviendas, los promotores deben como primer paso, urbanizar los terrenos donde se desarrollará el Proyecto Inmobiliario, para lo que recurren inicialmente como medio de financiamiento a los créditos bancarios, cuyo otorgamiento depende principalmente en gravar (hipotecar) dichos terrenos, cuyo avalúo llega a representar hasta el 10% del costo total del Proyecto Inmobiliario; por lo que, el 90% del costo de la construcción debe ser cubierto con otros créditos luego de descontar los valores cancelados por los clientes por concepto de entrada. La entrada que pagan los promitentes compradores, generalmente asciende hasta el 30% del precio de la vivienda (que representa aproximadamente el 20% del costo de la vivienda); esto significa que el constructor debe conseguir financiamiento adicional por el restante 70% del costo de la vivienda, que frecuentemente se lo obtiene con nuevos aportes de los accionistas o nuevos préstamos bancarios.

El problema se presenta cuando la falta de un adecuado y eficiente medio de financiamiento para la totalidad del proyecto, provoca que los accionistas por diferentes factores económicos o financieros, no provean de los recursos necesarios para financiar el saldo del costo de la vivienda, lo que conlleva al incumplimiento en la entrega oportuna de las viviendas terminadas a los promitentes compradores una vez pagada la totalidad de la entrada, lo que representa un mayor costo financiero, la reducción de la utilidad del proyecto, así como también la exposición a riesgos reputacionales por demandas legales.

Antecedentes

La Construcción de Proyectos Inmobiliarios en el Ecuador: una breve reseña.

El sector de la construcción es uno de los principales motores de generación de empleo y crecimiento en una economía, motivo por el que se denota una alta correlación con el comportamiento de la misma. En el Ecuador, en los últimos 5 años, el PIB del sector de la construcción ha representado anualmente el 10% del PIB nacional lo cual refleja su importancia en la economía.

En 1999, la economía ecuatoriana tuvo una de sus peores crisis en la historia, producto del mal manejo fiscal de los gobiernos de turno, tanto en la administración de las instituciones públicas, la falta de una política la recaudación fiscal, fuertes debilidades en la legislación producto de la falta de ética de quienes expidieron leyes, que permitieron abusos por parte de grupos de poder, principalmente la Ley del Sistema Financiero, que abrió las puertas al sobreendeudamiento de los bancos, los créditos vinculados en las Instituciones Financieras, la emisión de dinero inorgánico y la sobrecobertura de garantía del estado para deudas de los bancos.

Esto trajo como consecuencia el feriado bancario que incautó el dinero (sucres) de los ecuatorianos y la inmediata dolarización en el año 2000; lo que representó para los depositantes, la devolución progresiva de sus depósitos pero a una tasa de depreciación muy alta (25,000 sucres/dólar).

La crisis económica del Ecuador en 1999, se reflejó en un decrecimiento del -28.30% en el PIB Nacional, teniendo como causas la reducción de la demanda, tanto por la falta de créditos por parte del sector bancario, la casi nula inversión por parte del sector privado y la reducción de la inversión pública estatal, provocado por los ajustes fiscales y el aumento de los precios en general, que a su vez tuvo un impacto directo en el PIB de la construcción, el cual también tuvo un decrecimiento del -29.71%. Sin embargo, con la incorporación del dólar como moneda de circulación, la construcción tuvo una notable recuperación lo cual se llevó a cabo en diversas facetas, descritas a continuación: en el 2003 todas las ramas de la construcción se frenaron, excepto la impulsada por los organismos seccionales; para el 2004 el sector mejoró su posición tanto por el aumento de la demanda, determinado por la mejora de la economía y la canalización de dineros del IESS a la construcción de viviendas, así como también por la reducción de las tasas de interés. En el 2005, la oferta inmobiliaria se incrementó notablemente en las principales ciudades del país; no obstante, aunque en el 2006 se observó una gran reducción en el sector de la construcción, debido a un menor crecimiento de la inversión pública, la construcción de viviendas por parte del sector privado se mantuvo. A partir del 2007, excepto en el 2009 en que los precios del petróleo se redujeron debido a la crisis financiera mundial, tanto la inversión pública y la privada presentaron un notable crecimiento, producto del incremento de los precios de petróleo.

Es importante indicar que, desde el 2011, en el Ecuador se renovaron los contratos con las petroleras privadas, con la diferencia de que dichos contratos fueron cambiados a la modalidad de "Prestación de Servicios", lo que significó que aproximadamente el 75% de los ingresos petroleros se dirijan directamente a las cuentas fiscales del Estado y a su vez se reinvierta principalmente en obras de infraestructura vial y construcción de viviendas populares. A su vez, éste incremento de ingresos a la economía, se reflejó en un aumento de desarrollo de proyectos inmobiliarios por parte del sector privado, que ha tenido como principal fuente de financiamiento para los potenciales compradores, los préstamos hipotecarios del BIESS y la Banca Pública.

A partir de junio del 2014, los precios del petróleo han venido reduciéndose, hasta llegar a precios similares del 2009, época de la crisis financiera mundial, lo cual ha repercutido en una significativa contracción de la liquidez en la economía, que ha generado una drástica reducción de los créditos al segmento productivo. Sin embargo, el gobierno ha seguido financiando proyectos de inversión tanto de infraestructura así como también de proyectos inmobiliarios, a través de la Corporación Financiera Nacional (CFN) y la Banco Nacional de Desarrollo (antes denominado Banco Nacional de Fomento), en conjunto con el BIESS que sigue siendo el principal generador de créditos hipotecarios a nivel nacional.

No obstante a las oportunidades creadas por el aumento de los ingresos petroleros y el mejoramiento del acceso al crédito para los potenciales compradores en los últimos 10 años, el promotor inmobiliario no se ha visto beneficiado en mejores condiciones para el acceso al financiamiento para el desarrollo de estos proyectos, puesto que se mantienen las restricciones para obtener un crédito como son entre otros: a) hipotecar el terreno donde se desarrollará el proyecto inmobiliario

por un porcentaje de al menos el 125% del valor a ser desembolsado por parte de la institución financiera; b) presentar estados financieros que demuestren la solvencia de la empresa para el pago de dichos créditos; c) contratar los servicios de una empresa constructora que tenga demostrada experiencia en proyectos inmobiliarios; d) contratar los servicios de una empresa fiscalizadora que tenga demostrada experiencia en proyectos inmobiliarios; e) contratar a personal administrativo y de ventas hasta la entrega total del proyecto a todos los compradores; y f) inyectar frecuentemente al proyecto: capital propio u obtener créditos adicionales por parte de las instituciones financieras, para financiar la culminación con éxito del proyecto inmobiliario.

Lo anterior, demuestra que existe un problema en el medio de financiamiento para el desarrollo de proyectos inmobiliarios, puesto que el crédito tradicional por parte de las instituciones financieras a los promotores y/o a los constructores, sólo cubre una pequeña parte del costo total del proyecto. Por lo que, se requiere realizar el análisis de un medio de financiamiento que cubra la totalidad del costo del proyecto, que en Ecuador se viabilizaría a través del Fideicomiso de Titularización de Proyectos Inmobiliarios.

El problema

Previamente se indicó que el principal medio de financiamiento utilizado por los promotores y/o constructores, para el desarrollo de proyectos inmobiliarios, es el crédito de las instituciones financieras; por lo que, es importante identificar el segmento en que se ubica éste tipo de crédito. Para ello, nos referiremos a lo indicado en el numeral 1 del artículo 5 Libro I – Sistema Financiero, Título IX de los activos y de los límites de crédito Capítulo II Calificación de activos de riesgo y constitución de provisiones por parte de las instituciones controladas por la

Superintendencia de Bancos Sección II Elementos de la calificación de activos de riesgo y su clasificación de la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Junta Bancaria, donde se clasifica a la cartera de las instituciones del sistema financiero, en seis segmentos: comercial, consumo, vivienda, microcrédito, educativo y de inversión pública. La calificación de las obligaciones de cada deudor será de acuerdo al tipo de crédito y al riesgo que corresponda. La cuantificación de dicho riesgo representa el valor esperado de las pérdidas con relación a cada deudor y reflejará el nivel adecuado de provisiones.

En el caso de los créditos a promotores y/o constructores, el crédito se ubica en el segmento CRÉDITOS COMERCIALES, que son aquellos otorgados a personas naturales o jurídicas destinados al financiamiento de actividades de producción y comercialización de bienes y servicios en sus diferentes fases, cuya fuente de pago constituyen los ingresos por ventas u otros conceptos redituables, directamente relacionados con la actividad financiada. Asimismo, se incluirán los créditos concedidos a gobiernos seccionales y otras entidades del sector público. Además, son las operaciones otorgadas a través de tarjetas de crédito con destino comercial, los créditos entre instituciones del sistema financiero y las operaciones de arrendamiento mercantil.

Los créditos comerciales se dividen en tres subsegmentos: corporativos, empresariales y a pequeñas y medianas empresas, cuyas características cualitativas y cuantitativas se detallan a continuación:

Comerciales corporativo.

Son créditos directos y/o contingentes otorgados a personas naturales o jurídicas, destinados a financiar diversas actividades productivas y de comercialización a gran escala, con ingresos por ventas u otros conceptos

reditables anuales, directamente relacionados con la actividad productiva y/o de comercialización, que en conjunto sean iguales o superiores a cinco millones de dólares de los Estados Unidos de América (US \$ 5,000,000.00) y cuya fuente de pago provenga de dicha actividad.

Comerciales empresariales.

Son créditos directos y/o contingentes otorgados a personas naturales o jurídicas, destinados a financiar diversas actividades productivas y de comercialización a una menor escala que las empresas corporativas, con ingresos por ventas u otros conceptos redituables anuales, directamente relacionados con la actividad productiva y/o de comercialización, que en conjunto sean mayor o igual a un millón de dólares de los Estados Unidos de América (US \$ 1,000,000.00) y menores a cinco millones de dólares de los Estados Unidos de América (US \$ 5,000,000.00) y cuya fuente de pago provenga de dicha actividad.

Comerciales PYMES - Pequeñas y medianas empresas.

Son créditos directos y/o contingentes otorgados a personas naturales o jurídicas, destinados a financiar diversas actividades productivas y de comercialización a una menor escala que el segmento empresarial, con ingresos por ventas u otros conceptos redituables anuales, directamente relacionados con la actividad productiva y/o de comercialización, que en conjunto sean mayor o igual a cien mil dólares de los Estados Unidos de América (US \$ 100,000.00) y menor a un millón de dólares de los Estados Unidos de América (US \$ 1,000,000.00) y cuya fuente de pago provenga de dicha actividad.

Para el manejo operativo y administrativo de los expedientes de crédito de los deudores de los créditos comerciales, las instituciones del sistema financiero

deberán contar con la información completa y actualizada que consta en el Anexo No. 1 (que se adjunta).

Adicionalmente a toda la documentación que se debe incorporar acorde a lo indicado en el Anexo No.1 se debe tener presente el artículo 210 del Código Orgánico Monetario y Financiero, referente a los límites para las operaciones activas y contingentes, el cual señala que el monto máximo de cobertura de los préstamos que puede recibir un cliente, es hasta el 10% del patrimonio técnico de la entidad. Este límite se elevará al 20% si lo que excede del 10% corresponde a obligaciones caucionadas con garantía de bancos nacionales o extranjeros de reconocida solvencia o por garantías adecuadas, en los términos que dicte la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Los límites de créditos establecidos se determinarán a la fecha de aprobación original de las operaciones o de cada reforma efectuada. En ningún caso la garantía adecuada podrá tener un valor inferior al valor total del exceso.

El conjunto de las operaciones del inciso anterior, tampoco podrá exceder en ningún caso del 200% del patrimonio del sujeto de crédito, salvo que existiesen garantías adecuadas que cubran, en lo que excediese por lo menos el 120%, de conformidad con las regulaciones que emita la Junta. Es importante indicar que, si bien los promotores y/o constructores, frecuentemente usan como vehículo de financiamiento al Fideicomiso Inmobiliario, éste tipo de Fideicomisos sigue teniendo como restricción para el financiamiento, la limitación previamente señalada e incluso la Codificación de Resoluciones de la SB y Junta Bancaria, señala que: Los contratos de fideicomiso mercantil en garantía que cumplan con las disposiciones de ley y del Capítulo VI, se considerarán garantías adecuadas y sus patrimonios podrán

cubrir, en función de sus avalúos debidamente practicados, hasta el 100% del valor del crédito garantizado.

Por lo expuesto, legalmente, es prácticamente improbable que una institución financiera pueda financiar el 100% del costo del proyecto, por lo que es vital analizar otro medio de financiamiento, que sí lo haga.

El Artículo 138 Título XVI De la Titularización Libro I Ley de Mercado de Valores Código Orgánico Monetario y Financiero, define a la Titularización como el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la presente Ley. No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por esta Ley para los procesos de titularización.

A su vez, el Numeral 3 Titularización de proyectos inmobiliarios Artículo 5 Sección I Autorización e Inscripción de la Emisión en el Registro del Mercado de Valores Capítulo V Titularización Título III Oferta Pública de Valores Subtítulo I Valores de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores (CNV); señala que: El monto de la emisión, 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.

Como se puede observar, en la Ley de Mercado de Valores, se viabiliza a la Titularización como medio de financiamiento para el desarrollo del 100% del proyecto Inmobiliario; sin embargo, hasta la presente fecha, no existe ningún caso

exitoso de una Titularización de Proyecto Inmobiliario desarrollado en el Ecuador, debido principalmente a la falta de información sobre el tema. Por esta razón surgió la necesidad de investigar los mecanismos de implementación y las ventajas o desventajas que implica la Titularización.

Hipótesis

El crédito tradicional de las instituciones financieras no permite el financiamiento para el desarrollo del 100% de un proyecto inmobiliario en Ecuador. La titularización es un medio de financiamiento de bajo costo financiero, que puede incentivar a la industria de construcción, dar solución al déficit habitacional y reactivar a la economía, al permitir financiar hasta el 100% del presupuesto total del proyecto inmobiliario.

Variable independiente.

La titularización

Variable dependiente.

Medio de financiamiento para el desarrollo de proyectos inmobiliarios.

Objetivo general.

Analizar el proceso de titularización para un proyecto inmobiliario, empleando toda la literatura disponible de diferentes autores, mitigando los riesgos financieros y técnicos que se puedan generar por su aplicación.

Objetivos específicos.

- Confirmar las ventajas financieras de la titularización en el financiamiento de construcciones de proyectos inmobiliarios.
- Examinar los pasos legales y financieros para implementar la titularización.
- Utilizar técnicas y métodos financieros para el análisis de la conveniencia o no de la titularización frente a otros tipos de financiamiento.

Pregunta de investigación

¿Cómo la titularización puede ser un medio de financiamiento de hasta el 100% del presupuesto de un proyecto inmobiliario en Ecuador?

Contexto y marco teórico

Para el análisis de la titularización, hemos recurrido a las diferentes terminologías y corrientes ideológicas de varios autores que se han convertido en referentes del tema fiduciario, puesto que entendiendo los diversos conceptos en éste ámbito, podremos profundizar en la aplicación del proceso de emisión de valores, a través del fideicomiso de titularización de proyectos inmobiliarios, acorde a lo establecido en la normativa ecuatoriana.

El propósito del estudio.

1. Identificar al fideicomiso como una figura jurídica que viabiliza, a través del aporte de activos a un patrimonio autónomo, la obtención de créditos;
2. Diferenciar al fideicomiso inmobiliario entre otros tipos de fideicomisos, como aquel que permite el aporte de terrenos, con la finalidad de garantizar los créditos que se obtengan para el desarrollo de un proyecto inmobiliario;

3. Reconocer al fideicomiso de titularización de proyectos inmobiliarios, como un medio de financiamiento eficaz para la obtención de recursos que permitan la construcción de hasta el 100% del presupuesto total del proyecto inmobiliario.

El significado del estudio.

Éste estudio, servirá para que personas que no estén familiarizadas con la teoría fiduciaria, puedan considerar la figura del fideicomiso como un medio para realizar diferentes tipos de negocios de acuerdo a sus necesidades y según las características propias de cada tipo de fideicomiso. El análisis del fideicomiso de titularización de proyectos inmobiliarios en Ecuador, es único en su género puesto que la mayoría de los materiales disponibles, sólo se han enfocado a los otros tipos de titularización.

Definición de términos

Si bien en el transcurso de éste estudio, se conocerán las diferentes definiciones de varios autores, es importante que para el propósito de éste trabajo, se utilice las siguientes definiciones:

Contrato de fideicomiso mercantil.

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 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.

Constituyentes o fideicomitentes.

Pueden actuar como constituyentes de fideicomisos mercantiles las personas naturales o jurídicas privadas, públicas o mixtas, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, quienes transferirán el dominio de los bienes a título de fideicomiso mercantil.

Beneficiarios.

Serán beneficiarios de los fideicomisos mercantiles o de los encargos fiduciarios, las personas naturales o jurídicas privadas, públicas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica designadas como tales por el constituyente en el contrato o posteriormente si en el contrato se ha previsto tal atribución. Podrá designarse como beneficiario del fideicomiso mercantil a una persona que al momento de la constitución del mismo no exista pero se espera que exista. Podrán existir varios beneficiarios de un contrato de fideicomiso, pudiendo el constituyente establecer grados de preeminencia entre ellos e inclusive beneficiarios sustitutos.

A falta de estipulación, en el evento de faltar o ante la renuncia del beneficiario designado y, no existiendo beneficiarios sustitutos o sucesores de sus derechos, se tendrá como beneficiario al mismo constituyente o a sus sucesores de ser el caso.

Queda expresamente prohibida la constitución de un fideicomiso mercantil en el que se designe como beneficiario principal o sustituto al propio fiduciario, sus administradores, representantes legales, o sus empresas vinculadas.

Inembargabilidad.

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 constituyente o del beneficiario podrán ejercer las acciones sobre los derechos o beneficios que a estos les correspondan en atención a los efectos del contrato de fideicomiso mercantil.

Titularización.

Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la presente Ley.

Presunciones de los autores del estudio

En el presente estudio, se presume principalmente que la literatura aplicada en otros países, con las adaptaciones respectivas, es viable utilizar en el mercado ecuatoriano, considerando que de acuerdo a las diferentes conferencias dictadas por sus autores, se ha hecho mención que nuestra normativa contiene y constantemente se actualiza para estar a la vanguardia en el uso de la figura fiduciaria.

Supuestos del estudio

El principal supuesto utilizado en este estudio es que, los partícipes y el diseño de un proceso de Titularización de Inmuebles son muy similares a los que se incluirán en un proceso de Titularización de Proyectos Inmobiliarios.

A continuación, navegaremos por las diferentes terminologías y corrientes ideológicas de varios autores que se han convertido en referentes del tema fiduciario, para luego pasar a describir la metodología usada para contestar nuestra pregunta de estudio, lo cual se podrá realizar una vez que se analice la información, documentos y datos proporcionados para su revisión.

CAPITULO 2 REVISIÓN LITERARIA

La fuente principal de la información que se tratará en este capítulo, proviene del aporte de los conocimientos de diferentes autores (Sergio Rodríguez Azuero, Dr. Mario Larrea Andrade y el Lcdo Jorge Porras Zamora) que son considerados como principales referentes en el negocio fiduciario, producto de sus conferencias magistrales, cuyos contenidos están plasmados en sus libros, que a su vez nos llevan a la revisión de otros autores y diferentes fuentes debidamente referenciados.

Para generar los temas que se incluirán en la revisión literaria, se consideró los libros de éstos autores, que fueron parte del material expuesto por diferentes catedráticos en el “Programa Internacional de Administración Fiduciaria en Ecuador”, que fue impartido en las aulas de la Universidad San Francisco, en marzo del 2009, en convenio con la Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN) y la Asociación de Administradoras de Fondos y Fideicomisos del Ecuador, con una duración de 12 meses.



La revisión de la literatura se hará por temas, de tal manera que contenga diversos conceptos y criterios de los diferentes autores, combinada con la normativa ecuatoriana.

Evolución e influencia frente a la noción de fiducia

No sería posible entender la formación y desarrollo del derecho continental europeo y particularmente del francés sin reconocer la influencia significativa que tuvo el derecho romano. Bastaría notar que la comisión designada por el emperador

Napoleón I, para la preparación del código civil, que vino a soportar buena parte de las legislaciones civiles del occidente en los últimos siglos tuvo entre sus fuentes el estudio del derecho romano que se había realizado en Francia desde principios del siglo XIII, con base en la compilación justiniana y que, por esa vía, había conocido el viejo o antiguo código, las Cincuenta decisiones, el Digesto, las Institutas, el Nuevo Código y Las Nuevas Constituciones, que hicieron parte del que se conoce como el Corpus Luris Civilis. Pero, justamente, porque esta fue su fuente principal debe advertirse, sin restarle importancia, desde luego, al monumental trabajo de Justiniano, que la misma constituía, de alguna manera, una versión tardía que reflejó fundamentalmente, la visión de quienes acometieron la reforma pero que dejó por fuera importantes figuras que habían conocido su mejor momento antes o durante el periodo clásico del derecho romano.

Adicionalmente, los compiladores aportaron al conocimiento de las figuras su propia interpretación de las mismas como se aprecian, sin dificultad, al estudiar el tema de la fiducia, en el cuál la expresión misma fue sustituida frecuentemente por la de pignus destacando la función de garantía como la relevante en la institución fiduciaria, en el sentir de quienes interpolaron los textos.

Para comenzar debe recordarse que el derecho romano tuvo su propio y extenso desarrollo ligado con una historia de más de 12 siglos, que es prácticamente el mismo tiempo que transcurrió entre la caída del imperio romano a finales del siglo cinco de la era cristiana y la muerte Justiniana en general puede decirse que se conocen cuatro periodos en la historia romana desde sus orígenes, alrededor del año 753 A.C hasta la publicación de las leyes del siglo 12. (Correa, 1976)¹

¹ Álvarez Correa Eduardo, Curso de Derecho Romano. Ed. Pluma, Bogotá 1976, Kunkel, Wolfan. Historia del Derecho Romano. Edición Ariel Barcelona 1991.

Pactum fiduciae.

A diferencia del fideicommissum, que consistía en una transmisión por causa de muerte, el pactum fiduciae implicó un acuerdo con la obligación para el adquirente de retransmitir los bienes en determinadas circunstancias.

Fiducia cum creditore.

Fue un negocio a título o con causa onerosa y representó la forma de garantía consistente en que el deudor requerido por su acreedor para presentarle una seguridad real, transfería por mancipatio o in jure cessio la propiedad de un bien con cargo que le fuere retransmitido una vez satisfecha la obligación. Como tal constituyo, al decir que los autores el único derecho real de garantía clásica ante la aparición de la prenda y la hipoteca. Su soporte exclusivamente en la buena fe implicó, en un primer momento, que el acreedor figurará como propietario pleno sin que el deudor gozara de acción alguna en caso de incumplimiento y por parte de aquel, lo que contrastaba con las ventajas obtenidas por el acreedor, sin embargo, pronto fueron aparecieron instrumentos destinados a proteger la posición de la partes y, en especial, la del fiduciante o transmisor. La primera defensa consistió en el reconocimiento de la actio fiduciae directa en favor del fiduciante y contraria en favor del fiduciario.

En primer momento parece claro que el deudor careció de acción alguna, pues su incumplimiento generaba para el fiduciario el derecho de disponer a su arbitrio de sus bienes recibidos.

Si bien puede reconocerse que el pactum fiduciae cum creditore cumplió un destacado papel antes de conocerse las formas modernas de contrato de garantía, cuando el acreedor abusando de su posición enajenada el bien, el deudor quedaba

colocado en una difícil situación, careciendo de acción real no podía perseguir el bien en manos de terceros y tenía que limitarse a ejercitar una acción personal contra su acreedor quien podía insolventarse o caer en mala situación de negocios. (Schulz)²

Fiducia cum amico.

Por su parte se celebra a título no oneroso, en interés del fiduciante y no del fiduciario como en el caso anterior se buscaba transferir bienes para que este pudiera disponer de los mismos y ejercitar las facultades inherentes al dueño como administrarlo y defenderlo contra el ataque de terceros. Se utilizaba, entonces, cuando alguien, contando con una persona de su entera confianza. (Saavedra Lozano, 2012)³

Fideicommissum.

Parece haber tenido sus orígenes en las múltiples incapacidades de heredar que consagraba el derecho romano y en la necesidad de poder realizar la voluntad del testador a través de una figura que, salvando los inconvenientes legales pudiese hacer posible su última voluntad. En esta etapa puede hablarse de un negocio fiduciario puro, en donde la confianza es absoluta y se produce en la posibilidad de abuso por parte del fiduciario. Fueron dictados numerosos senados, entorno a la regulación de las hipótesis que podrían presentarse, entre las cuales se destaca el senado consulto treveliano el cual dispuso que una vez hecha la transferencia de los bienes al fiduciario se entendería que los hechos y acciones correspondían al

² Schulz, Fritz. Derecho Romano Clásico. Ed. Bosch. Barcelona. 1960. "El único derecho real de garantía clásico".

³ Saavedra Lozano, Saúl y Buenaventura Lalinde, Eduardo, Historia del Derecho Romano. Colombia op., cit., p.305

fideicomisario quien por otra parte deberían soportar las cargas propias de su condición de tal, sustrayendo así al fiduciario de los ataques dirigidos por los acreedores de la sucesión.

Esta última forma fue antecedentes directos de las llamadas “sustituciones fideicomisarias” utilizadas para conservar los bienes vinculados a un sola familia produciendo una clara concentración de la riqueza si bien los autores insisten en que ellas no eran admisibles inicialmente. Por ellos vinieron a desaparecer, en la práctica con la regulación francesa como la anotamos. (Gómez de la Serna)⁴

Influencia y evolución.

Podría firmarse que el derecho inglés ha sido para los países de habla inglesa reunidos hoy, en su inmensa mayoría, en la Commonwealth lo que el derecho romano fue para el derecho continental europeo o para los países conocidos como del civil law por contraste por aquellos que se denominan como el common law.

La profunda diferencia entre ambos sistemas, casi irreconocibles hasta un pasado relativamente reciente, obligan a los juristas de todas las latitudes y, en particular, a los nuestros, claramente influenciados por el derecho francés a hacer un esfuerzo de comprensión y asimilación que, desde luego tiene que hacerse también en el otro sentido. Tal propósito dicta mucho de ser meramente académico. El mismo se ha tomado imperativo para aviso de lo civil law en vista de las realidades geopolíticas que han generado el proceso de globalización y dada la preeminencia de la “cultura anglosajona” no solo en el mundo de los negocios sino, lo que es más trascendental y penetrante, en el mundo de la ciencia y la tecnología, con sus

⁴ Gómez de la Serna, Pedro. Curso exegético del derecho romano comparado con el Español. T.I. Ed. Librería Sánchez. 5°. Edic. Madrid 1874.

naturales y directos efectos en la forma y estructuras de los contratos y procedimientos y mecanismos de solución de conflictos. (Carlos, 2004)⁵

El trust angloamericano.

Concepto y definición.

Luego de la breve reseña histórica sobre el trust en Inglaterra, nos limitaremos ahora explicar con más detalle su estructura y funcionamiento como institución contemporánea. El tema es tanto más importante tanto que, a diferencia del derecho romano, y aporte académico fue monumental si bien normativamente fue mínimo en las legislaciones occidentales, por las razones expuestas, el derecho inglés llegó hasta nuestros días con una institución vigorosa profundamente anclada en la cultura anglosajona. Y probablemente en un ejemplo sea más interesante que en las legislaciones latinoamericanas que, sin embargo, han logrado una simbiosis atrayendo para acomodar la figura a sus estructuras de derechos privados, claramente inspiradas en derecho europeo.

Sobre en partículas hemos sostenido que “para los juristas latinos la aceptación de la relación fiduciaria es estrecha y registrada, frente a lo que el derecho anglosajona se entiende por ella. Hay relación fiduciaria bajo la óptica particular de este último, en todos aquellos casos en los cuales dos partes se vinculan bajo un esquema de poder que implica la dependencia por la especial confianza de una en otra en esas hipótesis, que son innumerables en la literatura anglosajona, los tribunales existen comportamientos particulares ejemplares, cuyo modelo actualmente deberíamos imitar, pues se trata de principios consagrados desde

⁵ Sergio Rodríguez Azuero, Doctor en Jurisprudencia del Colegio Mayor de Nuestra señora del Rosario; profesor emérito, Director del Postgrado de Derecho Financiero, profesor de Derecho Comercial. Socio Fundador de “Rodríguez-Azuero Asociados S.A. Fue Gerente de Asociación Bancaria. Colombia, 2005.

siempre, en el derecho civil, para los jueces ingleses la relación por fiduciarias supone la aplicación de claros principios de equidad e implica en la calificación de la gestión, velar porque en ella haya habido imparcialidad, justicia, dedicación, fidelidad, franqueza, lealtad y buena fe.

La anotación es pertinente porque en los ensayos de introducir la figura en los sistemas de origen latinos su funcionamiento puede resultar excesivo al abarcar más posibilidades de las requeridas, creando aparentes duplicidad de figuras e introduciendo no pocas dificultades en su estudio. En efecto, existe legislaciones que han definido y desarrollado el concepto, precisando sus elementos estructurales, las partes que intervienen y sus obligaciones, la forma como el fideicomiso nace y se extingue mientras otros pretender introducir la figura autorizando simplemente a los bancos para desempeñar en cargos de confianzas enumerados en formas no taxativa. (Waters)⁶

Elementos.

Como en todos los negocios fiduciarios en general, sobre los que volveremos más adelante, existen elementos personales y patrimoniales.

Personales.

Las tres personas que corresponden a la figura clásica de un trust son el constituyente o settlor, el trustee y el cestui que trust o beneficiario.

a) Constituyente o settlor

El settlor es el creador del trust y sus función es generalmente transitoria, pues una vez que se separa de un derecho que forma parte de su patrimonio y lo destina a una determinada finalidad, su razón de ser desaparece, lo que significa que, por

⁶ Waters, Donovan, Fortin, Guy, Khairallah, George y Douvier, Pierre-Jean. Régimen de trust en droit français. Editions Francis Lefebvre.

regla general, la transferencia de sus derechos es definitiva e irrevocable puede ser de toda persona capaz de disponer de su derecho legal o de equidad no transferible.

b) Trustee

Es de los tres el más importante, bien que pueda no existir en el nacimiento del trust y aún de no ser persona distinta del mismo contribuyente, es el fiduciario, en virtud del traspaso, adquiere sobre los derechos del título legal para hacerlo debe tener capacidad de “adquirir y retener el título legal sobre los bienes, para estar dotado de capacidad natural y jurídica para desempeñar el trustee y tener su domicilio dentro de la jurisdicción del tribunal competente”. Su capacidad debe ser especial y variará las necesidades y requerimientos trustee. De no tenerla, el tribunal podrá removerlo en defensa de los intereses de los beneficiarios.

c) Cestui que trust o beneficiario

Es aquel a cuyo favor se ha constituido o existe el trust. Su derecho se denomina equitable state y está protegido por principios de “derecho en equidad” y no de “derecho común”.

Quienes son capaces de adquirir la propiedad legal pueden también adquirir de la de equidad. También pueden ser beneficiarios los incapaces, menores, dementes, etc., y, en no pocas ocasiones se contribuyen para proteger sus intereses en los trust privado el beneficiario debe ser siempre una persona determinada en lo de carácter público el o los beneficiarios pueden ser indeterminados y serán destinados por la corte, de ser necesario en este particular cabría decir que el trust puede constituirse para favorecer actividades o programas, más que persona, con lo cual se plantea un interesante interrogante frente a la legislación.

Patrimoniales.

Los bienes y derechos patrimonialmente apreciables pueden formar parte del trust si existen en el momento de la constitución y no son intransferible de acuerdo con la ley. Además para que el conjunto de bienes entreguen el trustee es necesario que el settlor se desprenda de ello y lo constituya en unidad separada, no sólo de su patrimonio sino del patrimonio del trustee y de los bienes que esté tenga en el mismo carácter, así como el patrimonio de cestui que trust o beneficiario. Reviste así las notas que han pretendido predicarse en nuestro medio al clasificarlos de patrimonio autónomos o de aceptación, de ordinario los derechos están señalados al momento de su constitución. En caso contrario, se entenderá incluido todo lo necesario con la finalidad propuesta por el contribuyente.

Clases.

Aun cuando existen numerosas clasificaciones, presentamos aquellas que parecen más sencillas por numerosos autores. Según ellas, y por la forma de nacer a la vida jurídica, el trust puede ser voluntaria o por ministerio de la ley, por la actuación trustee se dividen en simples y especiales. Por el interés tutelado, en públicos y privados.

Voluntario.

El trust voluntario puede ser explícito o implícito. El primero (express trust), como lo indica su nombre es el que se constituye de una forma manifiesta por el settlor. El implícito (implied trust) es aquel que se infiere en la voluntad de las partes, es decir, que resulta tácitamente de ella o de su comportamiento.

El expreso puede ser ejecutado (executory trust), el cual una vez constituido no requiere, para producir sus efectos, ningún acto ulterior. O puede por ejecutarse

(executory trust), cuando la constitución solo es el primer paso para realizar un conjunto de actos más adelante.

Por ministerio de la ley.

Este puede ser interpretativo (constructive trust) y se impone a quien teniendo una posición fiduciaria obtiene ventajas personales de la misma o resultante (resulting), que es aquel con el cual se graba a quien tiene unos bienes destinados a formar un trust que no puede existir como tal, durante el tiempo que permanecen en su poder. Un ejemplo clásico el primero resulta de una operación de compra-venta cuando el bien termina en manos de una persona distinta al comprador, que ha pagado por el un precio. En este caso se presume, a menos de probarse lo contrario, que aquella lo tiene, no como propietario, sino como el trustee en beneficio de quien dio la contraprestación.

Simple o especial.

El primero equivale al antiguo “uso pasivo” consistente en hacer pasar los bienes del settlor al cestui que el trust desempeña el trustee la función de simple intermediarios fue prohibido por la ley de usos, abrogada por la Law Property Act de 1925. El especial impone al trustee un conjunto de obligaciones definidas y complejas encaminadas en cumplir la voluntad del settlor. Algunos autores lo dividen en instrumental y discretionary.

Público o privado.

El primero se conoce también como de caridad o beneficencia (charitable), mira al interés general y es exigible por el agente del ministerio público. El segundo dice con el interés de una o varias personas, pero no con el de la comunidad, en cuanto no resulta directamente benéfico para ciertos grupos sociales, o en todo caso no se constituye con tal propósito.

Su duración.

El trust no puede constituirse, en principios, a términos indefinidos bajo las reglas del derecho inglés, el plazo no puede exceder de la vida del beneficiario que exista al tiempo de la formación del trust más veintiún años contado a partir de su muerte. Ello con el propósito de evitar la congelación y concentración de la riqueza, como tiempo después resulto evidente con las decisiones de los legisladores. (Azüero, Negocios Fiduciarios)⁷

La fiducia en el derecho latinoamericano

Adicionalmente y a lo largo del trabajo se hace referencia a las mismas, normalmente. Este acápite, entonces, no pretende hacer una presentación exegética ni mucho menos completa de su contenido de cada país busca apenas, ofrecer un panorama que permita visualizar de primera mano, lo que ha sido el desarrollo de la figura en otros países a través, de un rápido repaso sobre algunas notas cronológicas o peculiares que saltan a la vista en un primer contrato con realidad legislativa.

No sobrar a notar desde ahora que su consagraci3n en México y en los países directamente influenciados por su experiencia básica los centroamericanos primero, y más tarde Colombia y Venezuela se han expandido, en los últimos veinte años al sur del continente, con resultados dispares, según los países, pero en algunos de ellos realmente sorprendente. (Azüero, Negocios Fiduciarios, su significaci3n en América Latina, 2005)⁸

⁷ Rodríguez Azüero, Sergio. Negocios Fiduciarios V. supra. Parte I. Cap. II 1.1.1 RABASA, op., cit., p. 312. Bogotá 2000.

⁸ Rodríguez Azüero, Sergio. Algunas reflexiones sobre la crisis financiera. Revista de Derecho Privado. Universidad de los Andes. N 24. Bogotá 2000.

La fiducia en Colombia.

El negocio fiduciario civil - La propiedad fiduciaria.

Separando en la materia del modelo francés donde no existe, el sr. Andrés Bello introdujo en el código civil chileno, y por esta vía llegó a Colombia la instrucción de las propiedades fiduciarias como una forma de limitación del dominio, junto usufructo y las servidumbres, su estudio pone en evidencia el profundo conocimiento que el distinguido jurista tenía tanto el derecho romano como del anglosajón para construir una figura a todas luces atractivas, desde el punto de vista académico, bien que su utilización práctica haya resultado reducida, como de hecho ha ocurrido con otras figuras, otras prestigiosas y demandas, como la del usufructo.

La construcción supone la transmisión hecha por el fideicomitente del derecho sobre o parte de una herencia o sobre una o varios bienes a otra persona, la cual se convierte en propiedad fiduciaria. Esta última, como hecho futuro e incierto, a veces de la ley, resulta resolutorio para el propietario fiduciario y suspensiva para el fideicomisario que, de hecho, tiene apenas expectativas que no propiamente derecho en esa forma supone una doble libertad, inicialmente a quien recibe el bien de propiedad y más tarde a favor del beneficiario.

Su formación solemne, pues debe hacerse forzosamente por escritura pública debidamente registrada o por testamento. El propietario fiduciario puede ser cualquier persona, natural o jurídica, y sus facultades revisten varios grados y posibilidades desde el punto de vista del provecho económico que puede obtener mientras pende la condición: a) disponer de los frutos en su provecho y sin limitación alguna, lo que constituye la regla general para cualquier propietario, b) disponer del

bien a su arbitrio, caso en el cual no es responsable por los deterioros o pérdida de su valor y aún disponer libremente del bien mismo lo que, en sin duda, desnaturaliza y solo deja para el beneficiario lo que queda al momento de la restitución, c) en el otro extremo, reserva los frutos para quien pueda llegar a ser propietario absoluto.

El albaceazgo fiduciario.

El código civil aporta otra institución de la pluma de don Andrés Bello dentro de la noción amplia de negocio de confianza, calificando la función como de fiduciario se trata de la figura de la albacea fiduciario, regulada en el Título IX del Libro Tercero, “De la sucesión por causa de muerte y de las donaciones entre vivos”.

Concepto.

Al efecto se dispone que “el testador puede hacer encargos secretos y confidenciales al heredero, al albacea y a cualquiera otra persona para que se invierta en uno a más objetos lícitos una cuantía de bienes de que puede disponer libremente. El encargado de ejecutarlos –concluye-, se llama albacea fiduciario”.

Requisitos.

Para que los encargos secretos y confidenciales que haga el testador sean válidos, deben sujetarse a las siguientes reglas:

a) Respecto al testador

Designar en el testamento la persona del albacea fiduciario.

Designar como fiduciario a quien tenga las calidades necesarias para ser su albacea y legatario; sin que obste para ello la calidad de lo eclesiástico secular, siempre que no se encuentre en el caso especial señalado en el código.

Este dispone que no podrá ser albaceado fiduciario “El eclesiástico que hubiere confesado al testador en la misma enfermedad, o habitualmente a los 2 años anteriores al testamento.

b) Cuantía

No podrá destinarse por el testador a dicho encargo secretos más que la mitad de porción de bienes de que haya podido disponer a su arbitrio.

La corte dijo en su momento, que “la provisión proveniente del artículo 1370 del C.C es relativo al testador que no puede disponer libremente de todos sus bienes (Casación 10 de noviembre de 1889, IV, 118.

En primer término deberá jurar ante el juez que el encargo no tiene por objeto hacer pasar parte alguno de los bienes del testador a incapaz de invertirla en un objeto ilícito; y que desempeñará fiel y legalmente su cargo sujetándose a la voluntad del testador.

Una vez jurado ante el juez podrá recibir los bienes y de no hacerlo caducará el encargo. (Carlos, 2004, pág. 42)⁹

El fideicomiso en México.

Evolución.

No hay duda que la experiencia que debe consultarse, en primer término, para entender el proceso en Latinoamérica está constituido por el desarrollo y las manifestaciones que han tenido en este país que, por tal circunstancia, ha servido de modelo forzoso para quienes más tarde han decidido legislar sobre la materia para recuento que sigue hemos acudido a la abundante literatura existente sobre la materia, partiendo de Rodolfo Batiza cuyo trabajo intelectual marco el tema en México al punto que no frecuencia los ensayos posteriores se soportan en él, como lo hacemos nosotros en esta parte.

⁹ Rodríguez Azuero, Sergio. Negocios Fiduciario. Bogotá 2005

Sobre la introducción del fideicomiso en México debe destacarse el hecho de que no lo fue como institución de derecho civil sino exclusivamente como negocio de los establecimientos bancarios, previo el lleno de los requisitos y condiciones exigidas por la ley. Este es, en nuestro sentir, uno de los aspectos más significativos de la experiencia latinoamericana, sobre la que volveremos cuando trataremos el caso de Colombia.

Disposiciones Vigentes.

En síntesis la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito de 1932, con las reformas a que ha sido sometida, la última de las cuales, a la fecha de preparación de este trabajo, data de junio 13 de 2003, regula actualmente y en gran parte la materia, en los artículos 381 a 414 del Capítulo V. Ella debe ser estudiada conjuntamente con la Ley de instituciones de Crédito.

Delegados fiduciarios y personal de fideicomiso.

Sobre estos últimos temas conviene hacer algunas reflexiones preliminares, sin perjuicio de la referencia que se volverá a hacer en los diferentes capítulos que lo requieran. A partir de lo dispuesto por la Ley de Instituciones de Crédito es posible diferenciar claramente entre los llamados delegados fiduciarios y el personal usado para la realización del fideicomiso.

Comité Técnico.

Las previsiones establecidas en esta ley establecen igualmente que, en aquellos casos en los cuales se prevea la constitución de un comité técnico deberán fijarse las reglas de su funcionamiento y sus facultades. Establece así mismo la norma que, si la entidad crediticia sigue los dictámenes del comité, no será responsable por dichos actos, si bien su alcance ha merecido reparos pues no

podría entenderse válida la conclusión, si ella condujese al fiduciario a desconocer, por esa vía, la obligación esencial a su cargo.

Fideicomiso de garantía .

Para concluir adviértase que, si bien la legislación mexicana vigente entre los años 1930 y 1954 tuvo una fuerte influencia en muchas de las legislaciones latinoamericanas, vemos que esta presenta algunas características especiales que no se encuentra en otras. Un claro ejemplo de esto es lo dispuesto en el artículo 396 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito (L.G.T.O.C) que establece la posibilidad, para una entidad fiduciaria, de tener la condición de fideicomisaria cuando el fideicomiso administrado tiene como fin garantizar obligaciones a su favor.

El fideicomiso en Argentina.

Bastó la existencia de una sola norma para que un destacado jurista argentino hubiese demostrado que era posible realizar negocios fiduciarios, sin una regulación completa en el Código Civil. Esto fue posible con base a las previsiones del artículo 2662 que hace parte del título 4, “del dominio imperfecto” y este, a su turno, de libro tercero, “de los derechos reales”, según los cuales, “dominio fiduciario es el que se adquiere en un fideicomiso singular, subordinado a durar solamente hasta el cumplimiento de una acción resolutive o hasta el vencimiento de un lazo, para el efecto de restituir la cosa a un tercero”.

Una primera manifestación mercantil se refirió al papel que puede cumplir quien funge como vocero en una emisión de deuda destinada a tomadores genéricos e indeterminados a quién, en determinación desafortunada, se la llama fideicomisario en vez de fiduciario (L. 8875 26.12)

El vocero es el representante de los tenedores de debentures o bonos, como lo determinaríamos en Colombia, emitidos por una persona. No podrá serlo quien se obliga por él mismo, ni su representante ni los que tengan participación económica en la sociedad. (Carlos, 2004)¹⁰

El fideicomiso en Bolivia.

Como influencia y resultados de las tareas llevadas a cabo por la conocida “Misión Kemmerer” se reservó a las secciones de fideicomiso, debidamente autorizadas, la posibilidad de desarrollar una serie de negocios, enumerados no taxativamente, sin definirse de manera exacta el concepto del negocio implícito.(L.608).

Por ser muy similares sus normas a las consagradas en Colombia por la Ley 45 de 1928, valen en lo posible para Bolivia los comentarios que hicimos en el punto 2.2.1 de este capítulo.

La Ley 1834 de 1998, sobre el mercado de valores, reguló lo relativo a la titularización. Los artículos 76 y ss., de la mencionada norma, se ocupan del tratamiento de las denominadas “sociedades de titularización” y del procedimiento de titularización propiamente dicho. (Carlos, 2004)¹¹

El fideicomiso en Perú.

En 1931 y como ocurrió en todos los países que recibieron el influjo de la Misión Kemmerer, se facultó a los bancos para aceptar y cumplir comisiones de confianza, de conformidad con la ley, cuando tuvieran autorización expresa del

¹⁰ Malumián, Nicolás; Diplotti, Adrián G. y Gutiérrez, Pablo. Fideicomiso y securitización. Ed. La Ley, Buenos Aires 2001.

¹¹ Malumián, Nicolás; Diplotti, Adrián G. y Gutiérrez, Pablo. Fideicomiso y securitización. Ed. La Ley, Buenos Aires 2001.

superintendente de bancos en la actualidad se trata de legislaciones modernas y completas por lo reciente por su expedición y el detalle particularmente cuidadoso con que se ocupan integralmente del contrato, de hecho, la ley general del sistema financiero y del sistema de seguro y orgánica de la superintendencia de bancos y seguros conocida simplemente como “Ley general” 26,702 de 1996, ha sido objeto ya de numerosas notificaciones en aspectos puntuales la actividad de fiduciarios se reserva a un número importante de empresarios incluyendo las de seguros y reaseguros y la corporación financiera del desarrollo, todas vigiladas por la superintendencia, la superintendencia juega un papel importante frente a este negocio.

Se señala la obligación de llevar contabilidad separada por cada fideicomiso así: EL patrimonio fideicometido es administrado por el fiduciario. La empresa fiduciaria no tiene derecho de propiedad sobre los bienes que conforman el patrimonio fideicometido siendo responsable de la administración de la misma un dato que podría ser relevante, es que el artículo 267 establece que si los beneficiarios son más de cinco deben celebrarse obligatoriamente juntos, en los términos de la ley general de sociedades. (Carlos, 2004)¹²

El fideicomiso en Ecuador.

El moderno fideicomiso vino a ser incorporado en la Ley de Mercado de Valores de 1998, que prevé la creación de sociedades administradas de fondos y fideicomisos, constituidas como anónimas y vigiladas por la superintendencia de compañías.

¹² Malumián, Nicolás; Diplotti, Adrián G. y Gutiérrez, Pablo. Fideicomiso y securitización. Ed. La Ley, Buenos Aires 2001.

Bajo el acápite de negocios fiduciarios, esta ley se refiere tanto a la fiducia o fideicomiso mercantil como a los meros encargados fiduciarios, siguiendo criterio diferencial utilizado en Colombia, según que se transfiera o no a bienes o propiedades.

De manera general, la legislación se refiere a “negocios fiduciarios” definiéndolos como “aquellos actos de confianza en virtud de los cuales una persona entrega a otra uno o más bienes determinados, transfiriéndolo o no la propiedad de los mismos para que este cumpla con ellos una finalidad específica, bien sea en beneficio del contribuyente o de un tercero si hay transferencia de la propiedad de los bienes el fideicomiso se denominara mercantil, particularmente que no se presenta en los encargos fiduciarios” (art. 112 L.M.V).

La transferencia de títulos de fideicomiso mercantil no es oneroso ni gratuito ya que la misma no determina un provecho económico ni para el contribuyente ni para el fiduciario y se da como medio necesario para éste último pueda cumplir con las finalidades determinadas por el contribuyente en el contrato. La transferencia a título de fideicomiso mercantil esta excepta de todo tipo de impuesto, tasas y contribuciones ya que no constituyen hechos generados por el nacimientos de obligaciones tributarias y de impuestos indirectos previsto a la ley que graban las transacciones gratuitas y onerosas.

La transferencia de dominio de bienes inmuebles realizadas en favor de un fideicomiso mercantil este excepta al pago de impuesto de alcabalas, registro e inscripción correspondiente adicionales a tales impuestos como el impuesto a las utilidades en las compra-ventas de predios urbanos y plusvalía de los mismos, estarán las transferencias gratuitas u onerosas que hagan fiduciario en favor de los beneficiados en cumplimientos de las finalidades del contrato de fideicomiso

mercantil, siempre que las disposiciones generales prevista en que las leyes así lo determine. (Carlos, 2004)¹³

El negocio fiduciario

Luego del estudio que viene de hacerse del acto jurídico y antes de abordar el contrato en sus particularidades, conviene, ahora, como se anticipó, hacer una presentación esquemática sobre la noción contemporánea y general del negocio jurídico fiduciario que, en lo posible, resulta omnicomprendiva de las diferentes modalidades fiduciarias que en la práctica puede revestir incluyendo la fiducia mercantil o fideicomiso.

Nos referimos al negocio cuyo cumplimiento depende tan solo de la obligación personal del fiduciario, que tiene como antecedente la fiducia romana y que algunos autores denominan puro, por oposición a aquellos en los cuales existen una regulación legal que permita a las parte, en particular al fideicomitente, si los conserva y, sobre todo a los beneficiarios, ejercitar acciones concretas para tutelar sus derechos aunque cabría el acto jurídico unilateral, dada la posibilidad de disposición testamentaria en otras palabras, los negocios fiduciarios surgidos de la economía de la voluntad privada y basados en la exclusiva confianza entre las partes dejan de serlo y pasan doctrinariamente a clasificarse como impuros en cuanto la regulación legislativa los reconozca y confiera derecho y defensa entorno a su celebración, este proceso, regula la relación y establecer cortapisas resulta ser una constante dentro de la evaluación, y se explica porque la especial posición del fiduciario puede conducir a la comisión de abusos respecto al fiduciante al

¹³ Peralvo, Jean Carlos. Análisis comparativo del fideicomiso. XIV Congreso Latinoamericano de Fideicomiso. COLAFI: Octubre 20 a 22 de 2004. Quito-Ecuador.

beneficiario o a terceros; bajo un esquema que resulta particularmente riesgoso en tanto él se funda exclusivamente en la confianza. (Balbuena R. S., 1996)¹⁴.

Art. 112.- De los negocios fiduciarios.- Negocios fiduciarios son aquéllos 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.

Elementos.

De lo expuesto tenemos que en el negocio fiduciario se presentan como elementos estructurales, una transmisión plena de derecho, (elementos reales), limitada, en la práctica por las obligaciones consagradas a cargo del fiduciario (elementos personales).

Real.

El elemento real radica en la transmisión plena del derecho, ya reales, como la propiedad o personales como la titularidad de un crédito por parte del fiduciante al fiduciario, en forma de constituirlo frente a terceros como dueños o titular sin limitación alguna y frente a si mismo así como las que surgen del pacto obligatorio.

El derecho real adquirido por el fiduciario no tiene limitación alguna y que las que podría predicarse de su ejercicio resultan del pacto obligatorio cuyos efectos se

¹⁴ Stewart Balbuena, Alberto. El fideicomiso como negocio fiduciario. Grijley. Lima, 1996.

producen apenas interpartes, por lo que el incumplimiento solo genera para la fiduciante acción personal en contra de aquel sin que pueda incoar acciones dominicales. En otra forma siendo obvio en los países inspirados en el derecho continental europeo, que el derecho de dominio solo puede ser objeto de limitaciones reales con efecto frente a terceros, las personas que en su ejercicio soportan el titular no afectan el derecho si no son oponibles a personas ajenas. (Lozano)¹⁵.

Relaciones entre el trust y el negocio fiduciario

En el primer término y en cuanto el negocio suponga un acuerdo de voluntades, esto es, revista la forma contractual-pues hemos utilizado la licencia de comprender en el análisis a las disposiciones testamentarias, sin detenernos particularmente en ellas- debemos remitirnos a lo dicho más atrás en cuanto a las diferencias entre el contrato y el trust.

Por eso nos limitamos a señalar ahora algunas otras diferencias entre el negocio fiduciario y el trust, vistas ciertas notas doctrinarias que particularizan a este último. Una de ellas radica en que, mientras en el negocio fiduciario puro pueden reconocerse dos relaciones, así sean ellas interdependiente y busquen una sola finalidad, la estructura del trust implica la existencia de un esquema unitario en el cual los elementos conforman un todo oponible como tal a terceros. (Carlos, 2004)¹⁶

El contrato de fideicomiso o fiducia mercantil

La fiducia o fideicomiso por cuanto en Latinoamérica se han adoptado distintas nociones que obedecen a diferentes teorías sobre la naturaleza jurídica del negocio

¹⁵ José Manuel Villagorda Lozano. Seminario de Derecho Mercantil y Bancario. Facultad de Derecho de la Universidad Nacional Autónoma de México.

¹⁶ Peralvo, Juan Carlos. Análisis comparativo del fideicomiso. XIV Congreso Latinoamericano de Fideicomiso. Quito-Ecuador. COLAFI. Octubre 20 a 22 de 2004.

si bien la tendencia contemporánea privilegia la estructura tecnológica que veremos en adelante. Ellas han incorporado la teoría del mandato irrevocable en algunos casos, en el patrimonio de afectación en otros y de la transmisión de la propiedad u otro derecho con el objeto de cumplir con ellos una determinada finalidad señalada por el constituyente fideicomitente o fiduciante. En el último caso, el esquema se presenta a través de la transmisión de los derechos para el logro de la finalidad determinada, pero con la advertencia de que la posición dominical del adquirente se encuentra limitada por las obligaciones que adquirente y por las facultades que se le otorgan para el cabal cumplimiento de la finalidad señalada.

El problema fundamental que ha buscado resolverse es el conciliar los derechos del fiduciario con los del contribuyente y los del beneficiario, ante la imposibilidad de estructura, en forma conceptual, una doble titularidad como la existencia en el derecho inglés. Por eso se ha acudido en las definiciones y en las normas que los desarrollan, a establecer un conjunto de limitaciones al fiduciario precisando que, si bien es propietario frente a terceros, carece de facultades dispositivas ilimitadas. (Carlos, 2004)¹⁷

Clasificación desde el punto de vista bancario

Como lo hemos sostenido, son múltiples las clasificaciones que la doctrina ha hecho de las operaciones bancarias. La más socorrida y extendida en América Latina divide a las operaciones bancarias en dos grandes grupos: las primeras, llamadas fundamentales o típicas, que corresponden en el fondo a la realización de un negocio de crédito, y las otras, denominadas atípicas o neutras o complementarias, que agrupan todas las demás que prestan las entendidas

¹⁷ Peralvo, Juan Carlos. Análisis comparativo del fideicomiso. XIV Congreso Latinoamericano de Fideicomiso. Quito-Ecuador. 2004.

bancarias. Las primeras, o sea, las típicas o fundamentales, se clasifican, a su turno, en activas y pasivas, según que con ellas los bancos coloquen o capten recursos esta clasificación tiene además una clara implicación contable por cuanto las operaciones, a través de las cuales se captan recursos, se reflejan en el pasivo del balance mientras que aquellas a través de las cuales se colocan aparecen registradas en el activo.

La clasificación parte de la base de la notación de operación de crédito sobre la cual dijimos; “de lo anterior surge que, en principio, las operaciones bancarias o son implican la realización de una operación o mejor de un negocio de crédito en acepción técnica y registrada caracterizada por ser una transmisión actual de la propiedad sobre una cosa de una persona a otra, con cargo para esta última devolver ulteriormente una cantidad equivalente a la misma especie y calidad. Este negocio de crédito carece siempre sobre cosas fungibles, aquellas que pueden sustituirse unas por otras y que configuran a cargo del deudor una obligación de género, que no de especie y, en el caso de que sustente la realización de una operación bancaria, implica forzosamente la existencia de lucro, o sea, son onerosa. (Azüero, Negocios Fiduciarios, su significación en América Latina, 2005)¹⁸

Carácter jurídico del Contrato de Fideicomiso

El fideicomiso o fiducia mercantil, en forma más representativa en un contrato principal oneroso y conmutativo, de ejecución instantánea, por excepción o de trato sucesivo por reglas generales, según el caso tipificado de alguna legislación, como ya lo indicamos, y a típico innominado en el resto. Dos caracteres hay, sin embargo, en los cuales debemos detenernos un poco más para hacer las explicaciones

¹⁸ Rodríguez Azüero, Sergio. Negocios Fiduciario. Bogotá 2005

pertinentes. Nos referimos a que además es bilateral y, en muchos países, solemnes.

Aun cuando el funcionamiento del fideicomiso se explica a la luz de una relación tripartida, lo cierto es que, como acto jurídico, puede ser unilateral o bilateral, según se trate de un fideicomiso constituido por testamento o de un acto entre vivos y aun el punto es discutible porque dentro de la legislación en las cuales la no designación de fiduciaria o de no aceptación no invalida sino que es posible el juez proceder a nombrarlo, en el primer caso, o designar un sustituto en el segundo, podría afirmarse que el fideicomiso sería un acto jurídico unilateral esto es, productor de estos jurídicos por la sola manifestación del fideicomitente. (Carlos, 2004)¹⁹

Fideicomiso Mercantil Irrevocable.

Cabe recordar que la palabra “fiduciario” proviene del latín “fiducia”, que significa confianza, y fideicomiso proviene del latín: “fideicommissum” (de “FIDES” fe, y “commissus”, confiado). “El fideicomiso es una figura jurídica que tiene su origen en el derecho romano. Se introdujo principalmente con dos objetos: primero facilitar la testamentación buscando un medio que dispusiesen de sus bienes los peregrinos, o quienes por otras causas no pudiesen hacer el testamento romano; segundo, hacer llegar las herencias a las personas incapacitadas por la ley para ser herederos, pero que no obstante merecen ser remuneradas por los servicios que habían prestado a los testadores”. (Lisoprawski)²⁰

¹⁹Peralvo, Juan Carlos. Análisis comparativo del fideicomiso. XIV Congreso Latinoamericano de Fideicomiso. Quito-Ecuador. COLAFI. 2004.

²⁰ Lisoprawski Silvio; Kiper Claudio, Fideicomiso. Dominio Fiduciario. Securitization. Editorial Depalma 2da edición. 1996.

El derecho anglosajón, se ha desarrollado el “trust”, que no es otra cosa que una relación fiduciaria con respecto a determinados bienes, por lo cual la persona que los posee (trustee) está obligada en derecho y equidad a manejarlos en beneficio de un tercero. El trust, nace como un resultado de un acto voluntario expreso de la persona que lo crea a quien se le denomina como “settlor” o fideicomitente. Un elemento característico del trust y que lo distingue del fideicomiso de origen romano, es la existencia de dos propiedades que concurren sobre los mismos bienes: el trustee o fiduciario es el propietario legal y el beneficiario es quien recibe la protección como propietario en equidad.

El trust es una relación fiduciaria de la voluntad privada o de la ley, en virtud de la cual aquel que tiene sobre determinados bienes o derechos la propiedad formal o de la titularidad está obligado, por efecto de la propiedad substancial que no recae en él, a custodiarlos o administrarlos, así como a servirse de ellos en provecho de uno o más beneficiarios. (lily flash)²¹

¿Revocar el fideicomiso?.

En esta materia puede sostenerse que el fideicomiso en principio es irrevocable, tal como lo estableció en su momento la ley panameña, pero que al fideicomitente cabe reservarse en el acto constitutivo la posibilidad contraria con el objeto de poner fin al encargo. En algunas legislaciones la revocabilidad es, en todo caso, restringida. Pues solo puede reservarse en los fideicomisos constituidos para fines de interés particular, pero no en aquellos en que esté vinculado el interés colectivo.

La facultad de revocar parece razonable en buena parte de los casos porque, salvo aquellas modalidades en las cuales se quieren conseguir resultados a largo

²¹ Flash, Lily; Smayesky Miriam. La Securitización y la promoción de la Vivienda. Editorial Abeledo-Perrot.. Primera edición. Buenos Aires. 1996

plazo o para fines científicos o culturales o a favor de entidades estatales, que como vimos puede hacerse por término indefinido, lo cierto es que dentro de la mutabilidad de las circunstancias en que discurren las relaciones entre las personas es posible que el constituido para beneficiar a un pariente, quien se haya hecho acreedor a la ayuda por sus condiciones de pobreza y lealtad, por ejemplo resulte mañana innecesario porque adquiera bienes de fortuna o adopte una conducta con el fiduciante que no se compadezca de la colaboración ofrecida por éste.

Objetivo del contrato.

Uno o más bienes.

En términos generales, todas clases de bienes y derechos pueden constituirse en fideicomiso, salvo aquellos personalismos de fideicomitente, que, en general, no son nunca susceptibles de enajenación, esto significa, en la práctica, que pueden transferirse bienes tanto corporales como incorporales y entre los primeros tanto muebles como inmuebles. Pero en nuestro país, solo cabe enajenar bienes singulares, es decir, no cabe la transferencia de universalidades, lo que se admite en algunas legislaciones. Al hablar de las solemnidades vimos que la naturaleza de los bienes transferidos puede implicar el lleno de ciertas formalidades, como el riesgo cuando se trata de inmuebles, la notificación cuando se trata de créditos personales. (Carlos, 2004)²²

²² Malumián, Nicolas; Diplotti, Adrián G. y Gutierrez, Pablo. Fideicomiso y securitización, Buenos Aires 2001.

Patrimonio Autónomo.

Para el patrimonio se entiende el “conjunto de relaciones jurídicas activas y pasivas pertenecientes a una persona que tengan una utilidad económica y sean susceptibles de estimación pecuniaria.

Sobre el patrimonio existen dos teorías principales que parece conveniente reseñar en forma rápida. De una parte, la teoría subjetiva clásica que ve en el patrimonio un reflejo directo de la personalidad y que, estimulando como noción abstracta, permite comprender en el tanto los derechos y las obligaciones de un sujeto existentes en un momento dado, como la aptitud para adquirir los primero o contraer los segunda. Se tiene, entonces, como una universalidad jurídica directamente emanada de la personalidad cuyo contenido, más que real, es potencial. Como consecuencia de esta teoría toda persona tiene un patrimonio y el mismo es inseparable e inalienable. (Ruggiero, 1967)²³

Bienes separados del resto del activo.

La separación es jurídica pero debe, ante todo, reflejarse en los registros contables y busca que los bienes constituidos en fideicomiso no se confundan con los propios del fiduciario ni con aquellos correspondientes a otros fideicomisos en cabeza de la entidad, esto es, que en cualquier momento sea posible identificarlos todos de manera inequívoca. Supone la existencia de cuentas separadas para cada uno de los fideicomisos con indicaciones precisas sobre el constituyente, el beneficiario, en forma que no quede ninguna duda sobre la manera como están constituidos los incrementos recibidos, los cargos hechos.

²³ Ruggiero, citado por el “Diccionario de Derecho Privado”. Ed. Labor Barcelona 1967

Esta es una característica común pues se extiende a los meros encargos fiduciarios, en relación con los cuales también se exige la separación contable. En general, corresponde a la forma como los registros contables deben reflejar, claramente, la diferencia entre bienes propios y aquellos que se tienen por cuenta de terceros, en el caso de los encargos o de los que se es titular, en el evento de la fiducia mercantil, pero conformando un patrimonio especial en cabeza del fiduciario. (Venezuela art. N° 2 Ley de Fideicomiso)²⁴

Excluidos de la garantía general de los acreedores del fiduciario.

Se tiene como principio de universal aceptación aquel, según el cual, el patrimonio de un deudor constituye prenda general a favor de sus acreedores. Como consecuencia, uno de los riesgos obvios derivados de las primeras formas de los negocios, tanto en el derecho romano como en la Gran Bretaña, estuvo ligado no solo a la posibilidad de que el dueño, por causa de la transmisión fiduciaria, dispusiese abusivamente del bien o que este fuera perseguido por sus acreedores, sin que cupiese defensa eficaz alguna en este último evento, por parte del demandado. Tal riesgo subsiste en aquellos países, normalmente de orientación continental europea, en los cuales no se ha reconocido la figura y los negocios que hemos llamado tantas veces puros, quedan brindado a la confianza depositada en el adquirente y a la asunción del riesgo de la inoponibilidad del acto frente a terceros. Por ello ha tenido que producirse una larga evolución conceptual y una regulación legislativa creciente, en virtud de las cuales se reconoce hoy, como característica derivada del reconocimiento de la independencia de los bienes recibidos, que ellos

²⁴ Venezuela art. N°2 Ley de Fideicomiso

no pueden ser perseguidos por los acreedores del fiduciario, a pesar de que funja como titular en los mismos. (Carlos, 2004)²⁵

Fiduciante o fideicomitente.

Puede decirse que toda persona capaz de disponer de sus bienes puede construir un fideicomiso. Lo que no excluye a un incapaz que actúe a través de su representante legal en cuanto éste lleno los requisitos establecidos por la ley para hacer la mentada transferencia. A más de las personas físicas o naturales, las legislaciones aceptan la posibilidad de que las personas jurídicas sean fiduciantes, incluidas algunas de derechos públicas y aun ciertas entidades judiciales o administrativas. En las legislaciones que consagran esta última posibilidad se ha criticado con razón la circunstancia de que se las faculte para transferir bienes que tendrán en su poder para la “guarda”, conservación, administración, liquidación, por cuanto no en todas las hipótesis los derechos de las autoridades les permiten transferirlas en autoridad. (Batiza, pág. 139)²⁶

Fiduciario.

Noción.

Es quien adquiere los bienes y se compromete a administrarlos o enajenarlos para la consecución de la finalidad señalada en el acto constitutivo.

Es pues, no solo un propietario frente a terceros, sino al ejecutor a la voluntad del constituyente expresada por el acto entre vivos por testamento.

Su función es cardinal. De su competencia, de la diligencia que empleen en el cumplimiento de las instrucciones recibidas y del buen juicio con que tome las

²⁵ Peralvo, Juan Carlos. Análisis comparativo del fideicomiso. 2001

²⁶ Batiza, Honduras art. 1039 C. de Co.; México, art 384 LGTOC.

decisiones requeridas para el cumplimiento de la finalidad, dependerán la suerte y la eficacia.

Calidades.

Parecerá elemental repetirla pero el constituyente reposa sobre la confianza que fiduciario le merece. Sobre sus calidades morales, antes aún que sobre su competencia profesional. Porque va a poner en sus manos el logro de una finalidad normalmente delicada y que le es cara. Y que por ello y el tema se escribe en mayúscula en el derecho inglés, y con idéntico rigor lo trata la doctrina y la jurisprudencia colombiana demanda comportamiento éticos impecables allí no puede haber vacilación.

Fideicomisario o beneficiario.

Noción.

Es la persona que en virtud del negocio jurídico debe recibir los beneficios derivados del cumplimiento del encargo y, eventualmente, los mismos bienes fideicometidos al vencimiento del término estipulado.

El fideicomisario debe ser una persona capaz de recibir derechos, lo que conduce a afirmar que toda persona puede ser fideicomisario, pues por el hecho de serlo goza de la capacidad general o de goce. Debe hacerse hincapié, sin embargo, en que la persona no pueda tener capacidad de particulares o inhabilidades cuando debe recibir los bienes fideicometidos y éstos se transmiten por vía testamentaria. Quien de conformidad con las leyes de un país sea indigno o capaz de recibir determinados bienes o de ciertas personas por vía sucesoral no podría adquirirlo tampoco a través del negocio fiduciario por lo que se busca con las disposiciones respectivas es evitar que el fideicomiso permita realizar negocios prohibidos por la

ley. Por lo demás, un incapaz de ejercicio, un menor de edad, por ejemplo podría ser beneficiario sin dificultad alguna y actuará en el fiduciario y ante terceros a través de una representante legal. Recuérdese si fuere necesario, que una de las razones que explica numerosas modalidades del fideicomiso es la de transmitir bienes en beneficios de incapaces que, por no poder valerse por sí mismo, quieren ser protegidos por el constituyente mediante la transferencia de unos bienes a una entidad seria y profesional que haya recibido autorización para actuar como tal. (Ley 31, artículo 12, 1992)²⁷

Su existencia.

Lo normal es que el fideicomisario existía en el momento de perfeccionarse el negocio. No obstante, algunas legislaciones establecen la posibilidad de que así no suceda, reiterando el principio de que la existencia del fideicomisario no es esencial para el perfeccionamiento del negocio, como ocurre en Colombia y lo hemos sostenido por vía general. A veces se condiciona la no existencia, cuando de personas naturales se trata, a que estén por lo menos concebidas en ese momento o que lleguen a existir dentro del periodo máximo previsto para el fideicomiso por el negocio o la ley o que se trate simplemente de un fideicomiso con un fin ilícito y determinado en donde, ante la duda que pueda surgir para el fiduciario, por esta circunstancia, un consultor al juez o la entidad de control permitirá precisar la destinación de los recursos. (colombia, art. 1229 c. de co.; Ecuador, art. 116 L.M.V)²⁸

Situaciones fideicomisarias.

Existe una tendencia clara a prohibir las sustituciones fideicomisarias, si bien algunas legislaciones las permiten con ciertas limitaciones. Estas pueden consistir

²⁷ Ley 31 de 1992, artículo 12.

²⁸ Colombia, art. 1229 c. de Co.; Ecuador art. 116.

en que el sustituto exista cuando nace el derecho del primer beneficiario que esté vivo o concebido a la muerte del fideicomitente o, por último, que las sustituciones se produzcan dentro del término máximo previsto para el negocio.

Pero, naturalmente, el tema obliga a detenerse sobre el alcance mismo de la noción, como lo anticipamos. Y para hacerlo y partir de la regulación colombiana, pensamos que es preciso volver a los orígenes y, por esta vía, al espíritu del legislador, para entender que la sustitución proscrita debería ser la que se refiere a la obligación de aceptar el beneficio con la carga de que pase a otra persona por causa de muerte.

No se entiende la razón por la cual no podría preverse que el beneficio pasara de una persona a otra durante el término del contrato, si el derecho del primero se extingue y, simplemente, dentro de la capacidad dispositiva que se ha reservado el fideicomitente respecto a los bienes fideicomitados, este otorga el derecho a un nuevo beneficiario. (Venezuela art. 8 Ley de Fideicomisos)²⁹

Beneficiarios plurales .

Cabe afirmar fideicomisario puede ser el mismo fiduciante y que los fideicomisario o beneficiarios pueden ser varios, caso en el cual, para el ejercicio de su derechos, se establecen por las legislaciones, mecanismos como el de la mayoría, la intervención del juez.

Cuando el expediente se utiliza como mecanismo de disposición sucesoral; deberá respetar las legítimas y en general, los derechos asignatarios forzosos. Cuando, a diferentes títulos onerosos más de una persona va a beneficiarse de la administración o enajenación de los bienes constitutivos del patrimonio autónomo, el contrato deberá velar cuidadosamente por la forma de atender la satisfacción de los

²⁹ Venezuela art. 8 Ley de fideicomisos

derechos. La forma por ejemplo, de destinar los recursos líquidos, cuando el patrimonio solvente para responder por todas las deudas pero aquellos son insuficientes y son varios los acreedores que aspiran a recibir la totalidad de la suma a su favor. ¿Se establece una preferencia respecto al flujo? ¿Se desembolsa proporcionalmente mientras se vuelven líquidos otros bienes del patrimonio y se producen así en adelante? Y si el problema no es de caja sino de insuficiencia absoluta de los bienes, ¿Se aplica la forma de los procesos concursales, esto es, la par conditio creditoris, para repartirlos en forma definitivamente y proporcional entre los partícipes? El tema se evoca con frecuencia al presentar el fideicomiso en garantía. Sobre él mismo volveremos en consecuencia, al detenernos en el estudio de este producto. (V. Infra. Tercera parte. Capítulo II, 4,8,3)³⁰

Derechos y obligaciones del fiduciario.

Derecho a recibir una remuneración.

Los negocios fiduciarios mercantiles son naturalmente remunerados. El fiduciario o banquero profesional cobra una comisión por sus servicios y, desde este punto de vista, esto es, de las relaciones con fideicomitente, el negocio es y se celebra a título oneroso. Esa relación es independiente y puede ser distinta de la que coexista o aparezca más adelante frente al beneficiario. En efecto, esta puede ser, a su turno, a título gratuito o a título oneroso. En el primer caso, en todas las hipótesis de fideicomisos de caridad, trátase de finalidades de interés general y comunitario o de mero interés particular. Ejemplos numerosos se encuentran en la literatura anglosajona y en la práctica sobre trust creados para el desarrollo o estímulo de las

³⁰ V. Infra. Tercera parte. Cap. II, 4,8,3

ciencias, las artes, la investigación o la protección de grupos menos favorecidos o con diversas dificultades de aprendizaje o de comportamiento, para citar algunos.

Pero cabe también el fideicomiso a título gratuito para beneficio particular como el que resultaría de transferir un inmueble para que con sus rentas se eduquen los sobrinos del constituyente. Y serán a título oneroso en la inmensa mayoría de los casos que corresponden a las formas más utilizadas en América Latina y en Colombia y que estudiaremos en la tercera parte de la obra, a través del desarrollo de productos como la fiducia de garantía, o de la inmobiliaria o de la que permite administrar portafolios de inversión o titularizar flujos esperados de fondos, ejemplos, en todos los cuales, la relación con los beneficiarios, frecuentemente plasmada en su reconocimiento como acreedores lleva implícita la existencia de una contraprestación económica. (Carregal)³¹

Obtener el reembolso de los gastos realizados en interés del fideicomiso.

Esta es una de las facultades naturales que la ley reconoce a favor de los gestores de intereses ajenos y se encuentra consagrada a favor de mandatarios y comisionistas que acrediten, desde luego, la razonabilidad y pertinencia de los gastos realizados. Es más, normalmente se les autoriza deducir las sumas de las que se encuentren en su poder como consecuencia de la asunción o ejecución del encargo.

Y es que la gestión supone normalmente la realización de los gastos, para los cuales suelen solicitarse provisiones suficientes antes de asumirlas. Pero, en la práctica y con enorme frecuencia, el fiduciario se ve compelido a realizarlos, aun con sus propios fondos, bajo el apremio de las circunstancias y en cumplimiento de las obligaciones fundamentales, de las que nos ocuparemos enseguida. Piénsese en las

³¹ Carregal, Mario Alberto. El fideicomiso, regulación jurídica y posibilidades prácticas. Ed. Universidad. Buenos Aires. 1982.

necesarias defensas de los bienes y en su protección, que demanda la constitución de apoderados y la contratación de seguros o de servicios de custodia y vigilancia. El fiduciario no puede estar obligado a asumirlos con sus propios fondos, razón por el cual debe tenerse como razonable causa de renuncia, como acabamos de sostenerlo. (Azuero, Colombia art. 503, 616 C.C)³²

Derechos y obligaciones del fiduciante o fideicomitente.

A más de los derechos que suele tener en todos los sistemas de designar uno o varios fiduciarios o fideicomisarios, el fiduciante puede mantener durante la vida del fideicomiso otros que suelen de la expresa reserva que haya hecho a su favor en el acto constitutivo o que le sean conferidos en forma directa por la ley. Algunos autores piensan inclusive, que la vocación natural del fideicomitente es desaparecer una vez que el fideicomiso se ha constituido. Eso de hecho es lo que ocurre por reglas general, en el sistema inglés. Dentro de esta teoría todas las facultades deben resultar de una expresa reserva sobre el particular. (Rodríguez)³³

Ejercer la acción de responsabilidad contra el fiduciario.

Por esta facultad el fideicomitente está en condiciones de discutir los pactos de fiduciario ante los jueces y en caso de que, como resultado de su actuación, se hayan producido perjuicios para el patrimonio fideicomitado, a los intereses del fideicomitente o al fideicomisario, exigirle la responsabilidad correspondiente y la indemnización de daños y perjuicios a que haya lugar. Acción de responsabilidad que, de ordenarlo, se confiere también al fideicomisario.

³² Sergio Rodríguez Azuero. Colombia art. 503, 616 C.C.

³³ Rodríguez J. Derecho Mercantil, T. II. Ed. Porrúa. Ciudad de México 1974.

La responsabilidad estará vinculada desde luego, al incumplimiento de obligaciones derivadas de ley el contrato a favor, en cuanto que, de tal circunstancia, que deberá probarse, se derive un da daño cierto para el reglamento. (V. Infra. Segunda parte, Capítulo IV)³⁴

Causas de extinción del negocio fiduciario.

Aunque no en todas las legislaciones se mencionan las mismas causales, señalamos a continuación aquellas que son de más común consagración.

Realizar plenamente sus fines.

Puesto que el fideicomiso se constituye para la realización de propósito determinado, una vez que este se cumple no siendo susceptible de repetirse en el tiempo, el encargo llega a su fin. Se trasfiere una suma de dinero para la construcción de un complejo habitacional, incluida la venta de sus unidades. Concluyendo el negocio, termina el fideicomiso. Cosa distinta ocurriría si la finalidad fuese la construcción sucesiva de completo habitacionales.

Su extinción en este caso dependería de los términos máximos señalados. Se entiende, además, que los fines se realizan cuando los bienes pasan al beneficiario, de conformidad con las instrucciones recibidas. Tal ocurre en Colombia en material civil cuando se produce la restricción de los bienes.

Pero el tema dista mucho de ser sencillo pues no existe siempre una coincidencia entre la terminación física del encargo y la posibilidad jurídica de tenerlo por concluido. En efecto dada la necesidad de rendir periódicamente cuentas y de hacerlo, sin duda, a la terminación del contrato los usos conducen a la búsqueda de un finiquito o paz y salvo por parte del beneficiario, como exteriorización normal del

³⁴ V. Infra. Segunda parte, Capítulo IV

cabal cumplimiento de las obligaciones de la fiduciaria. Y en su obtención subsiste una situación que podría extrañar, justamente, el debate sobre el acuerdo y cumplimiento e, incluso, sobre la realización plena de los fines del fideicomiso. (Carlos, 2004)³⁵

Mutuo acuerdo de los fiduciantes y beneficiario.

Si el fiduciante no se ha reservado la facultad de revocar y el beneficiario ha aceptado la constitución del fideicomiso a su favor, aquel no puede ponerle fin sin el acuerdo del beneficiario y respetando los derechos del fiduciario como el pago de la remuneración debida.

Lo expuesto resulta apenas natural pues, considérese tercero beneficiario de una estipulación a su favor o parte sobreviviente en el contrato, lo cierto es que, una vez aceptados los términos del mismo, surgen a su favor derechos que no podrían desconocerse unilateralmente por el fideicomitente. De hecho, la legislación colombiana así lo establece. (V. supra 6.3.5. Art. 1240 N°10)³⁶

Falta del fiduciario.

Que puede obedecer a distintas causas como su renuncia, por una justa causa, la remoción resultante de las acciones impetradas por quien tiene interés jurídico, siempre que no haya posibilidad de sustituirlo de conformidad con el acto constitutivo a las prescripciones legales pero como también lo hemos dicho esta hipótesis debería enriquecerse con el criterio según el cual no se justifica que un negocio que marcha bien y cuya finalidad se encuentra aún pendiente de obtener, en todos o en partes deba terminar si es que puede encontrarse un fiduciario sustituto. Esto es, que debería interpretarse la normatividad completa bajo el criterio

³⁵ Sergio Rodríguez Azuero, 2005

³⁶ V. Supra 6.3.5 Art. 1240

de que deben hacerse todos los esfuerzos para buscar que el negocio llegue a cabal fin y no se frustre.

Renuncia de los beneficiarios.

En algunas legislaciones se ha establecido que si los beneficiarios renuncian en forma expresa a los derechos derivados del fideicomiso, esta es causal suficiente para ponerle fin.

La solución parece correcta si, atendidas las circunstancias de celebración del negocio, resulta evidente su sin razón, una vez producida la renuncia. Se constituye un fideicomiso para destinar sus recursos a sufragar los gastos en que incurrirá un determinado científico para realizar una investigación que ha de presentarse en un próximo congreso investigador beneficiario designado no acepta o renuncia luego de haberlo hecho y antes de que la finalidad prevista puede ser conseguida. Desaparecería, sin duda el objeto del contrato. (V. supra Capítulo II, 1.1.1.2)³⁷

Art. 16.- Renuncia como fiduciaria.- La administradora de fondos y fideicomisos solamente podrá renunciar a su gestión por las causas estipuladas en la Ley de Mercado de Valores o en el contrato constitutivo.

El fideicomitente designará a la fiduciaria sustituta, en cumplimiento de los términos del contrato de fideicomiso o de encargo fiduciario. El renunciante deberá efectuar la entrega física de los bienes del patrimonio autónomo a la fiduciaria designada, previa rendición de cuentas y previo inventario. Deberá notificarse este hecho a la Superintendencia de Compañías.

En caso de no existir acuerdo entre las partes sobre la renuncia, la fiduciaria podrá proceder a liquidar el negocio fiduciario, siempre y cuando con la liquidación no se afecte los intereses del constituyente, beneficiario o terceros.

³⁷ V. supra Capítulo II, 1.1.1.2

Cuando esta liquidación no sea factible porque con ello se podría afectar los intereses del constituyente, beneficiarios o terceros, para renunciar la fiduciaria requerirá autorización previa de la Superintendencia de Compañías. (Ley de mercado de valores)³⁸

Tipos de Fideicomiso

Existen cuatro tipos de Fideicomisos que de acuerdo a su naturaleza son utilizados para diferentes finalidades específicas, a continuación una definición de cada uno:

1. Fideicomiso de Administración.

Es aquel fideicomiso por el cual, el Constituyente aporta bienes o derechos a un patrimonio autónomo, con el propósito de que la Fiduciaria lo administre y realice las gestiones determinadas por el Constituyente para dar cumplimiento a la finalidad señalada.

Este tipo de fideicomiso permite una diversidad de objeto y de actividades, depende su finalidad y de la cantidad de actividades que requiera realizar, éste podrá catalogarse como una administración y gestión simple o una administración y gestión compleja.

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.

³⁸ Ley de Mercado de Valores. Sección III DISPOSICIONES GENERALES

Los Fideicomisos de Administración y gestión más compleja, son aquellos que requieren la realización de diferentes actividades productivas. Así, un Fideicomiso, podría constituirse con el objeto de dedicarse a la producción de bienes, al desarrollo de actividades agrícolas, al comercio de determinadas mercaderías, etc.

2. Fideicomiso de Garantía.

Es aquel fideicomiso del cual el Constituyente transfiere de manera irrevocable la propiedad de uno o varios bienes a título de fideicomiso 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 Patrimonio se pague el valor de la obligación o el saldo de ella, de acuerdo con las instrucciones previstas en el contrato.

La fiduciaria, en ningún caso se convierte en deudora de la obligación u obligaciones garantizadas; sólo asegura que en caso de que el deudor no cumpla tales obligaciones, cumplirá con las disposiciones 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. Además controla las garantías en propiedad del Fideicomiso hasta que se cumpla el objeto del contrato o se inicie la ejecución de la garantía.

El Fideicomiso en garantía tiene la característica de aislar patrimonialmente los bienes del deudor en caso de quiebra del deudor o de medidas cautelares dictadas en contra de él. En virtud de este aislamiento los bienes y derechos que son parte

del patrimonio autónomo del Fideicomiso en Garantía no son susceptibles de ser embargados o prohibidos de enajenar por deudas del propio Constituyente o deudor.

3. Fideicomiso Inmobiliario.

Es el contrato por el cual se transfiere un bien inmueble y/o recursos financieros a un patrimonio autónomo, mismo que será administrado por un Fiduciario (Administradora de Fondos y Fideicomisos) a fin de desarrollar un proyecto de construcción o inmobiliario, de acuerdo con las cláusulas establecidas en el Contrato de Fideicomiso que para el efecto deberá suscribirse entre los Constituyentes y Fiduciaria del mismo, transfiriendo al final del proceso los bienes inmuebles construidos a quienes resulten beneficiarios o compradores del proyecto desarrollado.

El esquema de un Fideicomiso Inmobiliario más común se da con la transferencia de un terreno con el fin principal de desarrollar sobre el mismo un proyecto construcción que puede ser de uso comercial, oficinas o vivienda, para finalmente transferir las unidades construidas a los beneficiarios. 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.

Características del Fideicomiso Inmobiliario.

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.

El Fideicomiso Inmobiliario cuenta con una característica muy importante, que es la de exigir un punto de equilibrio del proyecto, el cual permite al constructor y a los promitentes compradores mitigar el riesgo, asegurándose de que el Fideicomiso antes de comenzar la construcción cumpla con ciertos parámetros en el ámbito legal, financiero y técnico.

Participantes del Fideicomiso Inmobiliario.

Varios son los entes participantes en el Fideicomiso Inmobiliario, los cuales tienen deben trabajar encaminados a cumplir el objetivo común que es el desarrollo de un proyecto inmobiliario.

Constituyente.

En el Fideicomiso Inmobiliario existen dos tipos de constituyentes, los cuales cumplen una función específica en la constitución y proceso de ejecución del Fideicomiso Inmobiliario.

Constituyente Inmobiliario.

Es la persona natural o jurídica, que transfiere la propiedad de un bien inmueble al patrimonio autónomo de un Fideicomiso para desarrollar un proyecto inmobiliario. El Constituyente Inmobiliario puede tener beneficios de tipo económico y/o en metros cuadrados.

Constituyente Promotor.

Es la persona natural o jurídica misma que tiene interés de promover y desarrollar un proyecto inmobiliario. Es la mentalizadora, la cual aporta con la idea, sus servicios profesionales y aportes dinerarios para la ejecución de un proyecto inmobiliario.

Fiduciaria.

Es la persona natural o jurídica legalmente constituida y autorizada para estructurar y administrar negocios fiduciarios.

La Fiduciaria se encuentra participando en el desarrollo de un proyecto inmobiliario, desde el punto de vista de las necesidades básicas del proyecto, considerando la importancia y cuidado que se debe tener en el análisis técnico, financiero y legal, para poder realizar recomendaciones en el diseño y estructuración del Fideicomiso Inmobiliario.

Además la Fiduciaria, es la encargada de regular los acuerdos entre los participantes de un Fideicomiso inmobiliario, dando la transparencia en el manejo de los recursos y asegurando un flujo de la información, en forma clara y precisa sobre el desarrollo del fideicomiso administrado.

Beneficiario.

Es la persona natural o jurídica, la cual fue designada por el Constituyente como beneficiario, puede ser el mismo Constituyente o un tercero.

Comité Fiduciario.

Es el organismo encargado de vigilar, coordinar, asesorar e impartir instrucciones a la Fiduciaria para que se ejecute y se cumpla con el objeto o finalidad para la cual fue constituido el Fideicomiso. La conformación del Comité Fiduciario y sus facultades están determinadas en el contrato constitución del Fideicomiso.

Comercializador.

La persona natural o jurídica designada, contratada por el Fideicomiso, que será la responsable de la promoción y comercialización de las unidades construidas en el proyecto inmobiliario, así como también se encargará del control y manejo de

contratos de reserva, las promesas de compraventa, convenios de restitución fiduciaria de inmuebles, y la realización y culminación de los trámites requeridos para transferir el dominio de los bienes a favor de los compradores de los bienes construidos.

Constructor.

Es la persona natural o jurídica, la cual celebra un contrato con el Fideicomiso y será el responsable de la construcción y ejecución del proyecto inmobiliario. Es importante señalar que el constructor es el único responsable de la calidad técnica de la construcción.

Fiscalizador.

Persona natural o jurídica contratada por el Fideicomiso, que tiene por responsabilidad vigilar la aplicación exclusiva de los dineros que forman parte del patrimonio del Fideicomiso en el desarrollo y ejecución del proyecto inmobiliario.

Gerente del Proyecto.

Es la persona natural o jurídica, que tiene como responsabilidad, hacer cumplir los diseños arquitectónicos y técnicos, realizar los trámites de licencias, permisos, autorizaciones necesarias para el desarrollo del proyecto inmobiliario.

Sistemas de control interno.

El Art. 30 de la Sección III Disposiciones Generales Capítulo I Administradoras de Fondos y Fideicomisos Subtítulo III Inversionistas Institucionales Título II Participantes del Mercado de Valores de Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, establece que: Las fiduciarias adoptarán e implementarán sistemas de control interno que contribuyan adecuadamente a administrar los riesgos asociados a cada negocio fiduciario. Para tal efecto, las fiduciarias deberán

realizar el análisis del riesgo inherente a su administración, revelar el riesgo a sus clientes, y diseñar e implementar mecanismos para su monitoreo y mitigación.

A más de lo señalado en el inciso anterior, para el caso de los fideicomisos mercantiles inmobiliarios, la fiduciaria deberá:

1. Verificar que el dinero transferido por el fideicomitente o fideicomitentes a la constitución del patrimonio autónomo es suficiente para la adquisición del inmueble sobre el cual se desarrollará el proyecto inmobiliario, con el debido financiamiento, salvo que tal inmueble se hubiese aportado directamente al fideicomiso.

2. Suscribir la promesa de compraventa y/o compraventa e instrumentarlos por escritura pública insertando en su contenido la enunciación clara y precisa de las obligaciones y derechos de las partes, a efectos de poder exigir su cumplimiento. La Fiduciaria deberá incluir en tales contratos una cláusula en la que los promitentes compradores y/o compradores se obliguen a pagar directamente al fideicomiso, el valor proveniente de tal negociación.

Sin perjuicio de lo anterior, de forma previa a la suscripción de la escritura pública de promesa de compraventa, el fideicomiso podrá recibir valores de los interesados, a título de reserva, siempre que éstos no superen el dos por ciento del valor total de la unidad habitacional ofrecida. Los valores entregados como reserva se imputarán al precio final que se pacte por la unidad habitacional.

3. Recibir directamente los recursos para financiar el desarrollo del proyecto, sin importar la fuente de los mismos.

4. Advertir de manera expresa y en forma destacada en los programas de difusión, campañas publicitarias y la papelería que se utilice para promocionar los proyectos inmobiliarios, que éstos se desarrollarán a través de un fideicomiso mercantil representado por una fiduciaria.

5. Asumir la responsabilidad de la publicidad que se efectúe con relación al proyecto inmobiliario que administra, cuando se realice con dineros del patrimonio autónomo, para lo cual debe cumplir con las normas previstas en la Ley de Defensa del Consumidor y su Reglamento. La publicidad no podrá inducir al público a errores, equívocos o confusiones.

6. Vigilar, verificar y certificar, bajo su exclusiva responsabilidad, el cumplimiento de al menos los siguientes parámetros para la conformación del punto de equilibrio:

6.1. Que se acredite el perfeccionamiento de la transferencia de dominio del bien o de los bienes inmuebles al patrimonio autónomo, mediante la correspondiente inscripción en el Registro de la Propiedad.

6.2. Que sobre el inmueble no pese orden judicial o administrativa de prohibición de enajenar, gravamen o limitación al dominio; en este último caso, se excluyen las servidumbres legales.

6.3. Que los constructores y/o promotores acrediten experiencia, solvencia, capacidad técnica, administrativa y financiera acorde a la magnitud del proyecto.

6.4. Que los constructores y/o promotores presenten el respectivo estudio de factibilidad, que deberá contener como mínimo los estudios de mercado, técnico y financiero que soporten la viabilidad técnica, financiera, ambiental y socio-económica del proyecto. Adicionalmente, deberán presentar el presupuesto y cronograma de la obra que incluya el tiempo estimado de ejecución de la misma, y en caso de ser por etapas se incluirá el presupuesto y cronograma por etapas.

6.5. Que se hayan obtenido las aprobaciones, autorizaciones y permisos pertinentes para la construcción y desarrollo de la obra, de acuerdo a los requerimientos establecidos en la ley y demás normas aplicables.

6.6. Que el financiamiento haya alcanzado el cien por ciento de los costos directos de todo el proyecto; y, en caso de ser por etapas, que el financiamiento haya alcanzado el mismo porcentaje de dicho costo por cada etapa.

6.7. Que la ocurrencia del punto de equilibrio se dé dentro del plazo establecido en el contrato, el cual podrá ser prorrogado hasta por dos veces.

Las fuentes de financiamiento podrán provenir del aporte de los recursos de los constituyentes o fideicomitentes; de los constituyentes adherentes; de créditos aprobados por entidades del sistema financiero; de préstamos otorgados por los fideicomitentes o terceras personas ajenas al sistema financiero; de créditos concedidos por los proveedores de los bienes y servicios requeridos para la ejecución del proyecto; y, de recursos comprometidos por los promitentes compradores en el respectivo contrato de promesa de compraventa elevado a escritura pública. Para estos efectos, no se considerarán los aportes de conocimientos técnicos (Know How).

Sin perjuicio de la obligación que tienen los fideicomitentes de aportar el dinero para la compra del terreno sobre el que se va a desarrollar el proyecto inmobiliario o de aportar el o los inmuebles u otros bienes para el mismo fin, los fideicomitentes podrán conceder préstamos o mutuos al fideicomiso para el desarrollo del proyecto inmobiliario. En este caso, así como en el caso de préstamos otorgados por personas ajenas al sector sistema financiero, la tasa de interés pactada no podrá ser superior a la tasa de interés máxima convencional que fije la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera; el fideicomiso no podrá otorgar garantías a favor del mutuante para caucionar dicho préstamo; y, la fiduciaria será responsable de verificar que los pagos del capital e intereses, por concepto del mutuo, se efectúen únicamente cuando no afecten al desarrollo del proyecto inmobiliario y siempre que

el fideicomiso cuente con los recursos dinerarios para hacerlo. En el evento de que el fideicomiso presentare problemas en el desarrollo del proyecto inmobiliario, no tuviere recursos suficientes para afrontar sus obligaciones con terceros o no pudiere cumplir con su finalidad, el fideicomitente o las personas mutuantes ajenas al sistema financiero, cobrarán luego de que el fideicomiso haya cumplido sus obligaciones para con los promitentes compradores, terceros acreedores, y constituyentes adherentes.

El fiduciario está impedido de constituir garantías a favor de las personas que hubieren prestado o entregado dinero al fideicomitente para el financiamiento del proyecto inmobiliario, así como tampoco podrá otorgar constancias documentales de la calidad de beneficiario o certificar que dichos terceros son acreedores del fideicomiso. Se excepcionan de lo previsto en este inciso, los créditos que el fideicomitente obtuviere del sistema financiero para la ejecución del mismo proyecto.

Mientras el administrador fiduciario no certifique el punto de equilibrio, los recursos entregados por los promitentes compradores no podrán ser utilizados para el desarrollo del proyecto y deberán mantenerse invertidos en títulos valores que coticen en el mercado de valores, o depositados en entidades del sistema financiero con calificación de riesgo mínima de BBB, bajo los principios de rentabilidad, seguridad y liquidez; en el primer caso se observarán los criterios y parámetros mínimos que constan en el Libro II Ley de Mercado de Valores del Código Orgánico Monetario y Financiero y normas complementarias respecto de los fondos de inversión administrados.

Limitaciones a los fideicomisos inmobiliarios.

El Art. 31 de la Sección III Disposiciones Generales Capítulo I Administradoras de Fondos y Fideicomisos Subtítulo III Inversionistas Institucionales Título II

Participantes del Mercado de Valores de Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, establece que:

Las fiduciarias, en la administración de fideicomisos inmobiliarios deberán abstenerse de realizar lo siguiente:

1. Promover proyectos inmobiliarios que no cuenten con el presupuesto económico que evidencie legal, técnica y financieramente su viabilidad.

2. Suscribir promesas de compraventa respecto de bienes que han sido prometidos en venta a otros promitentes compradores.

3. Destinar el dinero recibido de promitentes compradores participantes de una etapa de un proyecto inmobiliario a otra etapa del mismo proyecto, o a otros proyectos inmobiliarios, así como distraerlo para fines distintos al objeto específico para el cual fueron entregados. Sin embargo, tal dinero sí podrá destinarse a la ejecución de las obras comunes de un mismo proyecto inmobiliario.

Únicamente en el caso de contar efectivamente con los valores suficientes para concluir la ejecución de una etapa, el fideicomiso podrá destinar el excedente recibido o por recibir, a la ejecución de otra etapa del mismo proyecto, siempre que ello se hubiese previsto en el contrato de fideicomiso.

Las transferencias a los beneficiarios sólo podrán tener lugar sobre utilidades reales, no sobre utilidades proyectadas, una vez finalizado el respectivo proyecto o etapa.

Ventajas del Fideicomiso Inmobiliario.

Varias son las ventajas que ofrece el desarrollo de un proyecto inmobiliario a través de un Fideicomiso, entre las principales tenemos:

1. Todos los dineros para la construcción, son administrados por la Fiduciaria, brindando transparencia e independencia entre promotores y beneficiarios, dando una total seguridad y confianza entre los participantes.

2. El Fideicomiso precautela los intereses de las partes y da estricto cumplimiento al uso exclusivo de los recursos del patrimonio autónomo para el desarrollo del proyecto inmobiliario.

3. En el evento de que no se alcance el punto de equilibrio en un tiempo determinado en el contrato de constitución, el fideicomiso devolverá el lote de terreno a su propietario y el dinero de los compradores de los bienes inmuebles con su respectivo rendimiento.

4. Con la constitución del Fideicomiso Inmobiliario se regla las relaciones entre socios dentro del proyecto.

5. 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.

6. 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.

7. Proporciona protección a todas las partes involucradas en el proyecto inmobiliario, debido a que se estipula anticipadamente todas las condiciones de su vinculación.

8. 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.

9. Amplía las posibilidades de asociación: Si bien es perfectamente aplicable a proyectos de menor envergadura, el Fideicomiso ha sido 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.

10. Mejora las relaciones comerciales, sin perjuicio de que la imagen del Grupo Promotor sea fundamental en la gestión comercial, el Fideicomiso Inmobiliario posibilita una mayor aceptación por parte de los Clientes, puesto que éstos serán los primeros beneficiados con la transparencia que éste brinda.

4. Fideicomiso de Titularización.

Este tipo de fideicomiso, se tratará ampliamente en el siguiente capítulo, considerando que es el tema principal de nuestro estudio.

Titularización

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. En particular el mercado hipotecario en los Estados Unidos, y que era administrado por estas instituciones de ahorro, se caracterizó por otorgar créditos a largo plazo con tasas de interés fijas, lo que hacía predecible los flujos de éstos, permitiendo de esa manera explorar esquemas con la titularización.

La Titularización en el Mercado Norteamericano.

Durante las décadas de los años 1970 y 1980, en las cuales se vivieron períodos de alta inflación y volatilidad en las tasas de interés, la existencia de portafolios de hipotecas (largo plazo y tasas fijas) en las instituciones financieras, trajo consigo problemas de costo y liquidez, ya que los ahorristas cambiaron el hábito de inversión de corto plazo en lugar del largo plazo, afectando fuertemente la liquidez de dichas instituciones.

Estas situaciones motivaron a las instituciones financieras, a buscar liquidez a sus portafolios de crédito a través de las ventas de carteras de crédito a otros intermediarios, generalmente portafolios constituidos de contratos de mediano y largo plazo como son los títulos hipotecarios, lo que además requería para su continuidad de la existencia de depositantes de fondos. La titularización justamente nace como una alternativa a este último requerimiento ya que trajo al mercado la oferta de títulos valores de menor plazo y de riesgo diversificado, creando de esa manera una nueva alternativa de inversión para los depositantes.

Titularizar una obligación es presentarla en un nuevo título. La titularización tiene por origen en la década de 1970, cuando en los Estados Unidos de América el "Government National Mortgage Association" cuyas siglas son "G.N.M.A o Ginnie

Mae”, desarrollaron el “G.N.M.A pass – through”, que es un título o certificado garantizado por préstamos hipotecarios de vivienda unifamiliares originados en la Federal Housing Administration.

La mayor parte de títulos respaldados por activos o “Asset Backed Securities”, estaban garantizados por hipotecas. Se estima que los Estados Unidos el mercado de securitización de hipotecas son de 6 trillones de dólares. Es decir, luego del mercado de bonos de gobierno es el mercado más grande desde el punto de vista de oferta de valores.

Según la Corporación Financiera Internacional, en el año de 1993, en los países desarrollados la titularización de créditos en el mundo alcanzaba unos 120 billones de dólares. De estos el 15% correspondía a hipotecas inmobiliarias; el 20% prendas de automotores, el 50% a tarjetas de crédito y el 15% a otros tipos de créditos por ejemplo facturas de servicios telefónicos, de arrendamiento.

La titularización es hoy en día una herramienta moderna de financiamiento y uso masivo en economías desarrolladas. Se estima que los costos en procesos de titularización para los emisores, son considerablemente menores que el costo que asumirían a través del financiamiento tradicional bancario en virtud de los márgenes de intermediación de las entidades financieras. (Elena L. Higton, 1993, págs. 43-44)³⁹

La Titularización en el Mercado Ecuatoriano.

Advirtamos, para comenzar, que no en todos los países se vincula la titularización a la actividad bancaria, sino, en forma más directa, al mercado de capitales que, por consiguiente, está regulado por disposiciones de la

³⁹ Elena L. Higton, garantías, “Revista de Derecho Privado y Comunitario”, Rubinzal-Culzoni Editores, 1993. Según el sistema clásico del Common Law, la constitución de hipoteca (mortgage).

superintendencia de valores o de la identidad especializada que haga sus veces. Por ello el agente profesional que constituye el eje de operación no siempre es una entidad del sector bancario, strictu sensu, sino de aquellas que actúan bajo la órbita del mercado bursátil. Pero, además el esquema fiduciario no es el único que permite llevar a cabo la titularización, aunque, sin duda, es el que mejor se acomoda a las finalidades del proceso.

El entorno.

El desarrollo de la titularización, utilización o securitización, que con estos diversos nombres se le conoce en nuestros países, ha sido resultado de un proceso de maduración del mercado de capitales, como advirtió en el punto anterior, en virtud del cual los empresarios dejaron de acudir directamente a los intermediarios financieros para demostrar, en cambio, recursos de los inversionistas institucionales y de los particulares en general, en un proceso sostenido que incluye la emisión de bonos, papel comercial, acciones privilegiadas y otros títulos, y que se conoce como “desintermediación financiera” (Ley del mercado de valores, art.140)⁴⁰

Noción.

Hemos dicho que a través de la titularización es posible transformar en efectivo activos fijos o de lenta rotación, o flujos cuyo ingreso se espera, a través de la emisión y colocación en el mercado de títulos homogéneos, respaldadas en un patrimonio autónomo constituido en la transferencia previa de aquellos.

⁴⁰ Dr. Mario Larrea Andrade, Régimen Jurídico de la Titularización Ley de Mercado de Valores, art. 140

El mecanismo, sin duda, es típicamente fiduciario, porque supone la transferencia de unos activos a un agente, para con el respaldo del patrimonio conformado por ellos emita papeles de deudas.

Art. 138.- De la titularización.- Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la presente Ley.

No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por esta Ley para los procesos de titularización. (L.M.V art. 138, Ecuador)⁴¹

Ley de mercado de Valores de 1993.

La titularización, como concepto, más que como institución jurídica con marco regulatorio, se introduce en la legislación ecuatoriana a inicios de la década de los noventa, con la expedición de la primera ley de Mercado de Valores (L.M.V).

Una de las principales consecuencias que trajo la vigencia de esta ley de Mercado de Valores, en el mercado de ecuatoriano, fue el uso del fideicomiso mercantil, como un instrumento legal-contractual de manejo de activos. Desafortunadamente los primeros años de vida de la institución jurídica “fideicomiso mercantil”, no estuvieron acompañados de la reglamentación acorde, lo que trajo en algunos casos, la utilización liberal del fideicomiso mercantil, con estructuras no reglamentadas ni controladas.

Las entidades autorizadas para la administrar negocios fiduciarios a más de las compañías administradoras de fondos y fideicomisos, lo eran también los bancos y

⁴¹ Dr. Mario Larrea Andrade, Régimen Jurídico de la Titularización Ley de Mercado de Valores, Título XVI de la Titularización art. 138. Ecuador

las sociedades financieras, por lo que proliferaron en el mercado, no necesariamente bursátil, una serie de estructuraciones fiduciarias con emisiones de valores (Certificados de Derechos Fiduciarios o CDF), los que a la postre se convirtieron en “seudo titularizaciones en el sentido figurado”, aunque sin cumplir ninguna de éstas, con los requisitos formales, que un proceso de titularización demanda a fin de precautelar los intereses de los inversionistas y del mercado.

Ley de mercado de valores 1998.

En el Registro Oficial N° 367 del 23 de julio de 1998, se encuentra publicada la Ley de Mercado de Valores (L.M.V), actualmente vigente. En materia de fideicomiso mercantil el tratamiento que da la Ley es más completo que la Ley del año 1993, responde a la importancia de brindar a este mecanismo que es sinónimo de confianza, de un marco regulatorio apropiado. En el que se refiere a la titularización, incorpora un Título específico (Título XVI) que reglamenta la titularización de activos.

La Titularización como mecanismo de creación de títulos valores.

La Ley de Mercado de Valores (R.O. 367, del 23 de julio de 1998), consagra a través del Artículo 2, el principio de la libertad de creación de títulos-valores, al señalar que “para efectos de esta ley, se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provenga de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores”. De manera se acogió el mecanismo de la titularización, como uno a través del cual, crean títulos valores, al señalar que “los que se emitan como consecuencia de proceso de titularización constituyen valores

en los términos del artículo 138 inciso segundo de la L.M.V.” (Art. 111 Ley de Mercado de Valores)⁴²

Vehículos jurídicos de la titularización.

Los vehículos que se pueden utilizar para titularizar, dependen de las posibilidades que brinda cada sistema jurídico.

Por vehículo jurídico puede entenderse lo siguiente:

- 1) Los tipos contractuales que sirven de medio de vinculación entre el originador, el agente de manejo y los suscriptores de los títulos.
- 2) Las modalidades que, como tal, puede tomar el patrimonio autónomo por medio del cual se puede desarrollar un proceso de titulación.

La Ley de Mercado de Valores establece como vehículos jurídicos de titularización, el fideicomiso mercantil irrevocable o los fondos colectivos de inversión.

Estas dos figuras pueden establecerse y ser administradas a través de compañías administradoras de fondos y fideicomisos y a través de compañías de titularización de activos. (Carvajal Cordova)⁴³

Partes que intervienen.

Originador o constituyente.

Es la persona o entidad que tiene activos inmovilizables, como en los que más adelante como los que más adelante mencionaremos, caracterizados normalmente porque se trata de activos de lenta rotación, como puede ocurrir con la cartera a mediano y largo plazo de activos inmovilizados como suelen serlos los inmobiliarios,

⁴² Dr. Mario Larrea Andrade, Régimen Jurídico de la Titularización. Ref. Art. 111 de la Ley de Mercado de Valores.

⁴³ Carvajal Córdova, Mauricio. Aspectos Jurídicos de la Titularización de Activos. Biblioteca Jurídica Dike. 1° edición 1996.

con meras expectativas derivadas de la capacidad operacional de la empresa, en virtud de la cual espera recibir ingresos en el futuro derivados de su actividad. En todos estos casos, ya que se trata de activos de lenta rotación, bien que se trate de activos inmovilizados o que se trate apenas de activos que están por ingresar, su transformación en efectivo alivia la estructura del balance e incrementa la caja, con la obvias ventajas que ello significa.

Desde el punto de vista contable y financiero, la operación de titularización supone la transferencia de bienes registrados en el activo y su situación inicial por un registro de la inversión en el fideicomiso, a partir de la cual y a medida que se coloquen los papeles en el mercado, estos derechos fiduciarios serán reemplazados por caja y banco en otras palabras, la transferencia inicial de los activos no lo convierte inmediatamente en efectivo. Hay, ante todo, una expectativa, aun si la colocación se produce en forma prácticamente simultánea. Naturalmente cuando se trata de titularizar flujos esperados de fondos, el contrato se registrará en cuenta de orden, pues no hay activo preexistente y su ejecución afectará, en su momento, la cuenta de resultado.

Agente de manejo.

Es, sin duda alguna, el eje del proceso. Si partimos ilustrativamente del esquema bien conocido, es la entidad fiduciaria que recibe los bienes para la constitución de un patrimonio autónomo.

Entre las principales obligaciones que asume, como su nombre lo indica, están la de obtener las autorizaciones estatales requeridas, emitir y colocar en el mercado los documentos resultantes, y responder frente a terceros con la gestión del

patrimonio y con el producido del mismo por el pago, tanto de los rendimientos como del capital, llegado el momento de su redención.

La administradora.

A diferencia de lo que ocurre normalmente con los negocios fiduciarios, la titularización ha generado la aparición de un nuevo actor en escena, la administradora de los bienes, que puede ser un tercero bajo la responsabilidad de esta última, o incluso el mismo originador.

La colocadora.

Como suele ocurrir en la colocación de papeles en el mercado bursátil, son entidades especializadas en el corretaje de valores las que, con antelación suficiente y dentro de la estructuración compleja del negocio, asumen el papel de colocarlo en manos de inversionistas institucionales. Esta gestión, que se conoce bajo el nombre de Underwriting, supone la existencia de distintos grados de compromiso. Desde que el simplemente se limitaría en ofrecer los papeles en el mercado bajo la expresión de su “colocación por el mejor esfuerzo” técnicamente resulta más atractivo para los emisores, y es la toma en firme de todo o parte de la emisión, bien para ser mantenido en el portafolio del corredor, cuando las normas le permiten tener posición propias, ya para ser recolocada entre los inversionistas.

El estructurador financiero.

El proceso de emisión y colocación de papeles a través de la utilización no es sencillo. Como toda emisión de deuda, supone un análisis financiero particularmente sensible al mercado y a sus expectativas en el corto, mediano o largo plazo, según

sea el de la emisión. Muy especialmente, debe acertarse en la configuración de los papeles, por lo que toca con la moneda, plazos y valores nominales, y desde luego, por su remuneración financiera, ya que se ofrezcan tasas de interés, fijos o con referencia a un indicador, bien que se coloquen mediante descuento. Por ello, suele intervenir también, y lo hace desde antes del montaje de la operación, un estructurador, lo que se conoce normalmente como un “banquero de inversión” que, en consideración, justamente, a las necesidades de la empresa, y luego del estudio de las distintas operaciones o alternativas para fortalecerse patrimonialmente que han podido pasar por condiciones sobre posibles funciones, adquisiciones, escisiones, recomienda y participa en el estudio de mercado, en virtud del cual se definen las características de la emisión proyectada. Resulta interesante destacar que en nuestro país este papel podría ser jugado por la sociedad fiduciaria, en virtud de amplia facultad otorgada por el estatuto Orgánico del Sistema Financiero, en razón de la cual pueden “prestar servicios de asesoría financiera

El calificador de riesgo.

Bajo la tesis que se ha convertido en axiomática en los últimos años, de que el mejor control de las deudas colectivas se produce por un mercado informado, lo que se ha traducido, entre otras cosas, en la exigencia de un cuidadoso disclosure del balance, se ha acudido a la participación de calificadora profesionales de riesgo, esto es, a compañía especializada en evaluar las emisiones de los papeles y asignarles una calificación de referencia para salir al mercado, pero que podría ser revisado a lo largo de la vida.

Dos observaciones parecen ser interesantes en relación con estas entidades. En primer lugar que ellas no califican propiamente al emisor, sino que califica la emisión

respectiva .De otro lado, suelen establecerse dos niveles de calificación, el que se conoce como “grado de inversión” que refleja bajo niveles de riesgo y el que se denomina “grado especulativo” que por definición supone un riesgo para el inversionista. Aunque con frecuencia los emisores buscan mejor el patrimonio para lograr una alta calificación dentro del primer grado, ello no excluye la emisión de papeles cuya calificación resulte especulativa pues lo mismo se requiere igualmente para conformar los portafolios de fondos que, a través de colocar partes de sus recursos en papeles de ese tipo, incrementen el rendimiento promedio de su colocaciones, con la mayor rentabilidad que suelen otorgar. (Tercera parte. Capítulo II, 2, 3 ,6.Colombia)⁴⁴

Los inversionistas.

Desde luego, todo este montaje carecería de sentido si no estuviese acompañado por la presencia de inversionistas, como ya lo mencionamos. Pero es obvio, que aun si fuese fuerte el mercado de inversionistas particulares y en la mayor parte de nuestro países no lo es, colocaciones sostenidas de titularizaciones solo serán posibles en la medida en que se fortalezcan los grandes inversionistas institucionales, como las misma sociedades fiduciarias ya mencionadas, los fondos administradores de pensiones y cesantías y las compañías de seguros, o que se permita en ellos la inversión extranjera. (Tercera parte. Capítulo II, 2, 3 ,6.Colombia)⁴⁵

Activos Titularizables.

El art. 143 de La ley de mercado de valores señala que:

⁴⁴ Dr. Mario Larrea Andrade, Régimen Jurídico de la Titularización, Tercera parte. Capítulo II, 2, 3, 6

⁴⁵ Tercera parte. Capítulo II, 2, 3, 6

El proceso de titularización conllevará la expectativa de generar flujos de efectivo determinables, respecto de los cuales su titular pueda disponer libremente, a partir de:

- 1) Bienes o derechos existentes generadores de flujos futuros determinables;
- 2) Derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas.

Adicionalmente, no podrá pesar sobre tales bienes ni sobre los flujos que generen, ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias, ni deben estar pendientes de pago, impuesto, tasa o contribución alguna.

Podrán estructurarse procesos de titularización a partir de los siguientes bienes o activos:

- 1) Valores representativos de deuda pública;
- 2) Valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores;
- 3) Cartera de crédito;
- 4) Inmuebles;
- 5) Bienes o derechos existentes que posea el originador, susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones, según corresponda;
- 6) Derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas; y,
- 7) Proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones, según corresponda.

No obstante lo anterior, la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera podrá autorizar la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes de los anteriormente señalados.

Especialistas consideran que 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 estos valores;
- 4) Que los activos tengan amortización de capital e intereses hasta su extinción;
- 5) Diversificación de los deudores que generan los activo;
- 6) El activo que respalda la obligación debe tener alto valor de liquidación.

Valores que pueden emitirse.

El Art. 147 de la Ley de Mercado de Valores, establece que los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización pueden ser de tres tipos:

a) *Valores de contenido crediticio.*

Por los cuales los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente, con los recursos provenientes del fideicomiso mercantil y según los términos y condiciones de los valores emitidos. Los activos que integran el patrimonio de propósito exclusivo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al agente de manejo adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos;

b) *Valores de participación.*

Por los cuales los inversionistas adquieren una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión, con lo cual participa de los

resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de titularización; y,

c) *Valores mixtos.*

Por los cuales los inversionistas adquieren valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización.

Un mismo patrimonio de propósito exclusivo podrá respaldar la emisión de distintos tipos de valores. Cada tipo determinado de valor podrá estar integrado por varias series. Los valores correspondientes a cada tipo o serie, de existir, deberán reconocer iguales derechos a los inversionistas, pudiendo establecer diferencias en los derechos asignados a las distintas series.

Cualquiera sea el tipo de valores emitidos, de producirse situaciones que impidan la generación proyectada del flujo futuro de fondos o de derechos de contenido económico y, una vez agotados los recursos del patrimonio de propósito exclusivo, los inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

El monto máximo de emisión de cualquier proceso de titularización será determinado mediante norma de carácter general por el C.N.V.

Cualquiera sea el tipo de valores emitidos, éstos podrán ser redimidos anticipadamente, en forma total por parte del agente de manejo, en los casos expresamente contemplados en el reglamento de gestión del respectivo proceso de titularización cuando éste prevea la posibilidad de que por circunstancias económicas o financieras se ponga en riesgo la generación proyectada del flujo futuro de fondos o de derechos de contenido económico

Sin embargo, en caso de que el proceso de titularización arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declarados como tales por juez competente en sentencia ejecutoriada, los inversionistas, podrán ejercer las acciones estipuladas en las disposiciones legales pertinentes con el objeto de obtener las indemnizaciones que hubiere lugar.

En el evento de que el proceso de titularización arroje total o parcialmente utilidades y, éstas no hayan sido oportunamente pagadas a los inversionistas, los valores adquiridos constituirán títulos ejecutivos contentivos de obligaciones ejecutivas en contra del patrimonio de propósito exclusivo.

Naturaleza de los valores emitidos.

El Art. 148 de la Ley de Mercado de Valores establece que:

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, pueden ser nominativos o a la orden. Los valores de contenido crediticio o valores mixtos podrán tener cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable, pudiendo tales cupones ser nominativos o a la orden, según corresponda a las características de los valores a los cuales se adhieren. La negociación secundaria de estos valores se regirá por las disposiciones contenidas en el Art. 204 del Código de Comercio.

En el contrato de fiducia se deberá contemplar el procedimiento a seguir en el caso que los inversionistas no ejercieren sus derechos dentro de los seis meses posteriores a la fecha en la 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.

Los valores que se emitan como consecuencia del proceso de titularización podrán estar representados por títulos o por anotaciones en cuenta. Cuando se emitan títulos, estos podrán representar uno o más valores.

Mecanismos de garantía.

El Art. 150 de la Ley de Mercado de Valores establece que:

Atendiendo las características propias de cada proceso de titularización, el agente de manejo o el originador de ser el caso, deberá constituir al menos uno de los mecanismos de garantía señalados a continuación:

Subordinación de la emisión.

Implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción colocada entre el público se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital.

Sobrecolateralización.

Consiste en que el monto de los activos fideicomitidos o entregados al fiduciario, exceda al valor de los valores emitidos en forma tal que cubra el índice de siniestralidad, a la porción excedente se imputarán los siniestros o faltantes de activos. El C.N.V., mediante norma de carácter general fijará los parámetros para la determinación del índice de siniestralidad.

Exceso de flujo de fondos.

Consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, a fin de que ese diferencial se lo destine a un depósito de garantía, de tal manera que de producirse desviaciones o distorsiones en el flujo, el agente de manejo proceda a liquidar total o

parcialmente el depósito, según corresponda, a fin de obtener los recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Sustitución de activos.

Consiste en sustituir los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, a fin de incorporar al patrimonio de propósito exclusivo, en lugar de los activos que han producido dichas desviaciones o distorsiones, otros activos de iguales o mejores características. Los activos sustitutos serán provistos por el originador, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.

Contratos de apertura de crédito.

A través de los cuales se disponga, por cuenta del originador y a favor del patrimonio de propósito exclusivo, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio, las cuales deberán ser atendidas por una institución del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio de propósito exclusivo tomará la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito.

Garantía o aval.

Consiste en garantías generales o específicas constituidas por el originador o por terceros, quienes se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Garantía bancaria o póliza de seguro.

Consisten en la contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado y, con ello cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Fideicomiso de garantía.

Consiste en la constitución de patrimonios independientes que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.

Calificación de riesgo para los valores emitidos por un proceso de titularización.

El Art. 151 de la Ley de Mercado de Valores establece que:

Todos los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, deberán contar al menos con una calificación emitida por una de las calificadoras de riesgo legalmente establecidas y autorizadas para tal efecto.

Cuando se emita la calificación de riesgo, ésta deberá indicar los factores que se tuvieron en cuenta para otorgarla y adicionalmente deberá referirse a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. En ningún caso la calificación de riesgos considerará la solvencia del originador o del agente de manejo o de cualquier tercero.

Para los procesos de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas, se deberá contar también con una calificación de riesgo del originador de conformidad con la norma de carácter general que expida la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Reglamento de gestión de cada proceso de titularización.

El Art. 158 de la Ley de Mercado de Valores establece que:

El reglamento de gestión de cada proceso de titularización contendrá las normas que han de regirlos, debiendo al menos contener las siguientes normas:

- a) Régimen aplicable para la obtención de los recursos y/o flujos futuros;
- b) Destino de los remanentes de los recursos y/o flujos futuros, de existir;
- c) Casos en los cuales procede la redención anticipada de los valores emitidos;
- d) Características y forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto; y,
- e) Los demás requisitos que establezca mediante norma de carácter general el C.N.V..

Tratamiento tributario aplicable a procesos de titularización.

El Art. 159 de la Ley de Mercado de Valores establece que:

En los procesos de titularización se aplicará el siguiente tratamiento tributario:

- a) Las transferencias de dominio de activos, cualquiera fuere su naturaleza, realizadas con el propósito de desarrollar procesos de titularización, están exentas de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones, así como de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias de bienes.

Las transferencias de dominio de bienes inmuebles realizadas con el propósito antes enunciado, están exentas y no sujetas al pago de los impuestos de alcabalas, registro e inscripción y de los correspondientes adicionales a tales impuestos, así como del impuesto a las utilidades en la compraventa de predios urbanos y plusvalía de los mismos. Cuando no se haya alcanzado el punto de equilibrio prefijado para la colocación de valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización y, el agente de manejo proceda con la restitución del dominio de los bienes inmuebles

al originador, dicha restitución gozará también de las exenciones anteriormente establecidas.

La transferencia de dominio de bienes muebles realizadas con el propósito enunciado en este artículo, están exentas y no sujetas al pago de Impuesto al Valor Agregado u otros impuestos indirectos. Igual exención se aplicará en el caso de la restitución del dominio de tales bienes muebles al originador; y,

b) Los ingresos que perciba el patrimonio de propósito exclusivo están sujetos a tributación en él, de conformidad con la naturaleza propia de tales rentas y el régimen tributario ordinario aplicables a ella.

Disposiciones comunes para procesos de titularización.

El Art.... Del Título XVI de la Ley de Mercado de Valores establece que:

Además del cumplimiento de las normas generales antes enunciadas, el agente de manejo cumplirá con las normas especiales contenidas a continuación:

1.- Verificar los modelos de negocios sustentados en estudios matemáticos y estadísticos, para determinar que los flujos futuros que se proyectan sean generados por los bienes que existen, o por los derechos ya adquiridos que generarán estos flujos futuros;

2.- Emitir, con cargo al patrimonio autónomo de propósito exclusivo, valores hasta por el monto que fije la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera mediante disposición de carácter general;

3.- Constituir los mecanismos de garantía previstos en esta Ley, en los porcentajes de cobertura que mediante normas de carácter general determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera;

4.- Los activos o bienes a titularizar deberán estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias, y no deberán tener pendientes de pago los impuestos, tasas y contribuciones;

5.- Determinación del punto de equilibrio en los procesos que fuera aplicable;

6.- Determinación de los índices de desviación y/o de siniestralidad y/o los que determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera; y,

7.- Los demás requisitos que determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

En caso que el Originador forme parte del sector público o sea una empresa pública, en subsidio de constituir los mecanismos de garantía establecidos en esta ley, podrá beneficiarse del otorgamiento de garantías soberanas concedidas por el Estado, de conformidad con lo previsto en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas y en la Ley Orgánica de Empresas Públicas, respectivamente.

Autorización e inscripción de la emisión en el registro del mercado de valores.⁴⁶

Procedimiento para la autorización de emisión de valores derivados de un proceso de titularización.

Para efectuar oferta pública de estos valores, se deberá presentar a la Superintendencia de Compañías la información que se señala a continuación, cuya responsabilidad de elaboración, análisis y verificación corresponderá al agente de manejo.

1. Información general:

⁴⁶ Sección I Título V Título III de la Codificación de Resoluciones del C.N.V.

1.1 Solicitud de autorización de oferta pública y de inscripción en el Registro del Mercado de Valores, suscrita por el representante legal de la administradora de fondos y fideicomisos y firmada por el abogado patrocinador, con indicación del monto requerido de autorización de la emisión.

1.2 Prospecto de oferta pública.

1.3 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 mismo que deberá contemplar una proyección de, por lo menos, el tiempo de vigencia de los valores emitidos en el proceso de titularización.

1.4 Facsímile del valor, en caso de que en el proceso de titularización se emitan títulos.

1.5 Escritura pública que contenga el mecanismo utilizado en el proceso de titularización.

1.6 Criterio positivo del proceso de titularización emitido por la Superintendencia de Bancos, en el caso de que el originador sea una institución sometida a su control.

1.7 Reglamento de gestión que deberá constar como documento habilitante a la escritura pública del mecanismo de titularización.

1.8 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 descrita servirá para la autorización de la emisión y de la oferta pública de la titularización, y para la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores.

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.

Reglamento interno.

El reglamento interno de emisión de valores derivados de una titularización, estructurado a través de un fideicomiso mercantil o fondo colectivo, contendrá la siguiente información:

1. Información general sobre la administradora de fondos y fideicomisos.
2. Denominación del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
3. Plazo de duración del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
4. Gastos a cargo del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
5. Honorarios y comisiones de la administradora de fondos y fideicomisos.
6. Política de endeudamiento, ventas, crédito, administración de cuentas por cobrar y provisiones, del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
7. Información que deberá proporcionar a los inversionistas con indicación de la periodicidad y forma de entrega.
8. Normas sobre el cambio de administrador, la liquidación anticipada o al término del plazo del fideicomiso o fondo, si se contemplare tales situaciones.
9. Indicación del medio de prensa de circulación nacional en el que se efectuarán las publicaciones informativas para los aportantes de los fondos colectivos y fideicomiso mercantiles.
10. Régimen aplicable para la obtención de los recursos o flujos futuros, para lo cual deberá presentar la información de sustento con indicación del o los

procedimientos utilizados; además, deberá considerar, entre otros, los siguientes aspectos:

10.1 Indicación del tipo de activo motivo de la titularización.

10.2 Naturaleza y denominación del tipo de valores a ser emitidos.

10.3. Partes intervinientes: originador, agente de manejo o fiduciario, fideicomiso mercantil, etc, con indicación de sus obligaciones.

10.4 Características de los valores a ser emitidos con indicación de los derechos que otorgan a los inversionistas.

10.5 Indicación de los mecanismos de garantía a utilizarse y la forma en que éstos se harán efectivos, de ser el caso.

10.6 Detalle de la historia de los flujos, con indicación de sus características particulares, según el tipo de titularización y el activo a ser titularizado.

10.7 Forma de determinación de los flujos futuros.

10.8 Metodología utilizada para el cálculo del índice de siniestralidad o de desviación, según corresponda, con el detalle de los cálculos matemáticos realizados.

10.9. Destino de la liquidez temporal de los recursos y de los flujos futuros, en caso de existir; para el efecto, se deberá considerar al menos la 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.

10.10 Casos en los cuales procede la redención anticipada de los valores emitidos, con indicación de la metodología a utilizarse.

10.11 Características y forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto, considerando, para el efecto, al menos lo siguiente:

10.11.1 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.

10.12 Otros elementos que deberán ser considerados:

10.12.1 Indicación de la compañía calificadora de riesgo, de la periodicidad de las revisiones y de su publicación.

10.12.2 Indicación de las obligaciones de la administradora de fondos y fideicomisos.

10.12.3 Forma, medio y periodicidad en la cual los inversionistas y el ente de control involucrado conocerán la gestión de la administradora de fondos y fideicomisos, a cargo del patrimonio autónomo.

10.12.4 Forma de liquidación del patrimonio autónomo.

Del prospecto de oferta pública.

El Art. 157 de la Ley de Mercado de Valores establece que:

El agente de manejo deberá someter a aprobación de la Superintendencia de Compañías el prospecto de oferta pública de los valores a emitirse como consecuencia de un proceso de titularización.

En el prospecto de oferta pública se hará constar información que le permita al inversionista formarse una idea cabal sobre los términos y condiciones de los valores en los cuales invertirá.

El C.N.V., determinará mediante norma de carácter general el contenido de dicho prospecto.

Contenido del prospecto de oferta pública.⁴⁷

El prospecto de oferta pública primaria de valores resultantes de un proceso de titularización, deberá contener, al menos, la siguiente información:

1. Información general.

1.1 Portada:

1.1.1. Título: "PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA", debidamente destacado.

1.1.2 Nombre o razón social del originador.

1.1.3 Nombre o razón social del agente de manejo.

1.1.4 Denominación específica del fideicomiso mercantil o del fondo colectivo emisor de los valores.

1.1.5 Tipo de valores a emitir: de contenido crediticio, de participación o mixtos.

1.1.6 Monto de la emisión.

1.1.7 Calificación de riesgo otorgada a la emisión.

1.1.8 Nombre del agente pagador.

1.1.9 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.

1.1.10 Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros autorizando la titularización, de ser el caso.

1.1.11 Cláusula de exclusión, según lo establece el artículo 15 de la Ley de Mercado de Valores.

1.2. Información general del originador:

1.2.1 Nombre, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónica.

⁴⁷ Sección II Título V Título III de la Codificación de Resoluciones del C.N.V.

1.2.2 Objeto social, de ser el caso.

1.2.3 Descripción de la actividad económica, productos y participación en el mercado.

1.2.4 Grupo financiero al que pertenece, si fuere del caso.

1.2.5 Finalidad de la titularización.

1.2.6 Información económica y financiera: estados financieros del último ejercicio fiscal, junto con las notas y dictamen del auditor externo, análisis vertical e índices.

1.2.7 Gastos de la emisión: Un estado razonablemente detallado de las categorías más importantes de gastos incurridos en conexión con la emisión y distribución de los valores negociables a ser cotizados u ofrecidos, tales como pagos a la casa de valores, a las personas que hubieren efectuado la estructuración, agente de manejo, calificadora de riesgo, impuestos, inscripción (Superintendencia de Compañías, Bolsa de Valores y cualquiera otra entidad), publicidad y colocación. Estos datos deben indicarse a manera de montos totales y porcentaje del total de la emisión. Cuando alguna partida de gastos no sea conocida, la misma podrá ser estimada e identificada como tal.

1.3 Información general del agente de manejo:

1.3.1 Nombre, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónico.

1.3.2 Grupo financiero al que pertenece, si fuere del caso.

1.3.3 Fecha de constitución y plazo de duración de la sociedad.

1.3.4 Organización de la sociedad.

1.3.5 Recurso humano e infraestructura técnica y administrativa para el manejo de fondos y fideicomisos

1.3.6 Identificación y experiencia del personal directivo.

1.3.7 Autorización de funcionamiento e inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

1.3.8 Capital social y composición accionaría.

1.3.9 Información económico - financiera; estados financieros del último ejercicio fiscal, junto con las notas y dictamen del auditor externo y un análisis vertical e índices.

1.3.10 Indicación de que las obligaciones asumidas por el agente de manejo son de medio y no de resultado.

1.4 Información sobre el patrimonio autónomo emisor de los valores y del proceso de titularización:

1.4.1 Denominación específica del patrimonio autónomo.

1.4.2 Fecha y escritura pública de constitución.

1.4.3 Inscripción de la escritura pública de constitución en los registros pertinentes, si fuere el caso.

1.4.4 Resumen del contrato del mecanismo utilizado para titularizar incluyendo: finalidad y objeto, deberes y responsabilidades del agente de manejo, derechos de los inversionistas, rendición de cuentas y remuneración del agente de manejo.

1.4.5 Descripción y valor de los activos transferidos para el desarrollo del proceso de titularización y de sus garantías, si las hubiere.

1.4.6 Copia del reglamento de gestión del proceso de titularización.

1.4.7 Descripción detallada, de la historia de los flujos, de la proyección de los mismos, por un período equivalente al de la vigencia de la emisión y del procedimiento empleado para su cálculo.

1.4.8 Descripción detallada de los mecanismos de garantía utilizados en el proceso de titularización.

1.4.9 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.

1.4.10 Relación de costos y gastos a ser asumidos por el patrimonio autónomo.

1.4.11 Aspectos tributarios del patrimonio autónomo.

1.4.12 Causales de terminación del mecanismo utilizado para titularizar y procedimiento para su liquidación.

1.4.13 Causales y procedimiento para la sustitución del agente de manejo.

1.4.14 Nombre o razón social de la firma auditora.

1.4.15 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.

1.5 Características de la emisión:

1.5.1 Monto total de la emisión.

1.5.2 Plazo de la oferta pública.

1.5.3 Procedimiento para la colocación.

1.5.4 Condiciones especiales de la colocación, si fuere del caso.

1.5.5 Monto mínimo de la inversión.

1.5.6 Forma y lugar de suscripción de los valores.

1.5.7 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.

Destino detallado y descriptivo del uso de los recursos provenientes de la colocación de los valores emitidos por el Fideicomiso de Titularización.

1.5.8 Extracto del estudio técnico de la calificadora de riesgo.

Clases de Titularizaciones.

El Art.... Del Título XVI de la Ley de Mercado de Valores establece que:

Se podrán efectuar titularizaciones de las siguientes clases:

1.- Titularización de cartera.

Consiste en la emisión de valores de contenido crediticio, con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo constituido con el aporte de cartera de la misma clase y características.

Los criterios bancarios de clasificación y el Comité de Basilea.

Comience por recordarse la importancia de las actividades que, a partir de 1975, ha desarrollado el denominado Comité de Basilea, en materias de alta importancia para la regulación bancaria y muy particularmente en relación con lo que se han denominado normas fundamentales o básicas de regulación prudencial. Dentro de ellas, tienen particular reconocimiento aquellas que conducen a definir una calificación uniforme de cartera en cinco grupos que van desde la cartera normal tipo A hasta la irrecuperable, tipo E, dentro de los tres grandes rubros clasificatorios que la dividen en cartera de consumo, cartera comercial y cartera hipotecaria.

La aplicación en las legislaciones internas, desde antes que lo recomendase Basilea, pero sin duda alguna, con gran tendencia a la homogenización, después de que se han producido sus recomendaciones, ha conducido a que la cartera que integre el portafolio de créditos en las entidades bancarias se califique con esos criterios, los cuales se traducen en una serie de efectos, tales como el régimen de causación o reversión de los intereses y la constitución de provisiones sobre el capital, en función del deterioro progresivo que la cartera vaya teniendo, y que la cartera vaya teniendo, y que debe reflejarse en la calificación correspondiente. (V. Infra. Cuarta Parte. 2. Cap. I)⁴⁸

En la obra de Mauricio Carvajal Córdoba, se define a la titularización de carteras de crédito como: “la venta a inversionistas de cartera que han colocado los intermediarios financieros. Vender una cartera significa ceder los derechos al pago del principal y de los rendimientos al inversionista que la compra. (Córdoba)⁴⁹

Información adicional para la autorización e inscripción de la Oferta de Pública de La titularización de cartera de crédito.

Certificación del representante legal del originador, de que la cartera no se encuentra pignorada, ni que sobre ella pesa gravamen o limitación alguna.

Contenido adicional del prospecto para la titularización de cartera de crédito.

Además de la información general, el prospecto para la titularización de cartera de crédito, deberá contener la siguiente información especial:

1. Descripción del tipo de cartera y de sus características como edad promedio, número de deudores y valor promedio de los créditos, calificación de riesgo,

⁴⁸ V. Infra. Cuarta Parte. 2. Cap. I

⁴⁹ Carvajal Córdoba, Mauricio. Aspectos Jurídicos de la Titularización de Activos. 1ª. Edición 1996.

distribución geográfica, tasa de interés efectiva promedio, garantías y coberturas de seguros, si las hubiere.

2. Resumen de la última valoración realizada por la comisión especial de activos de riesgo, siempre que la misma no exceda de tres meses; en el caso de cartera de crédito de instituciones financieras.

3. Resumen de la valoración realizada por la calificadora de riesgo o auditora externa, debidamente inscrita en el Registro del Mercado de Valores en el caso de cartera de compañías o entidades no financieras.

4. Índice de siniestralidad y descripción detallada de la metodología empleada para su fijación e indicación de los cálculos matemáticos realizados.

Parámetros y monto de la emisión de valores de Titularización de cartera.

El proceso de titularización de cartera solo se podrá estructurar con carteras de la misma clase; no se aceptarán mezclas ni combinaciones de carteras.

El monto máximo de la emisión, no podrá exceder del cien por ciento del capital insoluto de la cartera transferida al patrimonio autónomo, a la fecha de transferencia de la cartera, que deberá ser realizada en forma previa a la autorización de la oferta pública.

Únicamente en la titularización de cartera se podrán establecer procesos de emisión y colocación por tramos, dentro de un plazo de oferta pública que no podrá exceder de 18 meses calendario. El monto total de emisión será fijado por el originador acorde a lo establecido en este artículo y deberá constar en la solicitud de autorización del proceso y de la oferta pública del primer tramo, sujetándose a las siguientes condiciones.

a) Por ninguna circunstancia la suma de los montos de los tramos, podrán sobrepasar el monto de emisión aprobada;

b) Para la autorización de la emisión y oferta pública de cada uno de los tramos, el agente de manejo deberá sujetarse a lo establecido en el Título XVI de la Ley de Mercado de Valores y al Capítulo V, del Subtítulo I del Título III de esta codificación, en lo que fuere aplicable a titularización de cartera;

c) Para solicitar la autorización de la emisión y oferta pública de un nuevo tramo, deberá haberse colocado en su totalidad el último tramo autorizado; y,

d) En el caso de que el originador sea una institución del sistema financiero, se requerirá el criterio positivo, otorgado por la Superintendencia de Bancos y Seguros, por la totalidad del proceso de emisión o por cada tramo.

2.- Titularización de inmuebles.

Consiste en la emisión de valores de contenido crediticio, mixtos o de participación, sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble generador de flujos;

Información adicional para la autorización e inscripción de la Oferta de Pública de titularización de inmuebles generadores de flujo de caja.

1 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.

2 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).

3 Dos avalúos actualizados sobre el inmueble, los cuales deberán ser efectuados por peritos de reconocida trayectoria en el ramo, independientes del originador y del agente de manejo. Se entenderá como avalúo actualizado aquel que

no tenga más de seis meses de antelación a la fecha de presentación de la solicitud de autorización de oferta pública e inscripción de los valores derivados de un proceso de titularización, ante la Superintendencia de Compañías.

4 Certificación emitida por los valuadores sobre su independencia frente al originador y el agente de manejo.

Contenido adicional del prospecto para la titularización de inmuebles.

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

1 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.

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

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

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

Parámetros y monto de la emisión de valores de Titularización de Inmueble.

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 del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta treinta días.

3.- Titularización de proyectos inmobiliarios.

Consiste en la emisión de valores mixtos y de participación que incorporen derechos o alícuotas, sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido sobre un proyecto inmobiliario;

Información adicional para la autorización e inscripción de la Oferta de Pública de la titularización de proyectos inmobiliarios generadores de flujo de caja o de derechos de contenido económico.

1 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).

2 Estudio técnico - económico detallado que concluya razonablemente la viabilidad financiera del proyecto. Este estudio deberá contemplar la factibilidad del proyecto y la programación de la obra con su cronograma de ejecución.

3 Valor del inmueble, del costo de los diseños, de los estudios técnicos, de la factibilidad económica, de la programación de obras y presupuestos; así como de los valores correspondientes a administración, imprevistos y utilidades, incluyendo los costos de promoción y ventas. Estos datos que deberán incluirse en el presupuesto total del proyecto.

4 Declaración rendida ante un notario por el constructor que acredite experiencia en el sector de la construcción y en obras de similar envergadura.

5 Denominación de la compañía fiscalizadora de la obra, la cual deberá certificar su independencia frente al constructor de la obra.

6 Forma de determinación del punto de equilibrio para iniciar la ejecución de la obra.

7 Copia de la pro forma 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. Esta copia de la póliza deberá ser remitida a la Superintendencia de Compañías, hasta dos días después de ser suscrita.

8 Copias de las pro formas de las garantías bancarias o de las pólizas de seguros de fiel cumplimiento del contrato, del buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos, constituidas por el constructor. Se deberá seguir el mismo procedimiento establecido en el literal anterior.

Contenido adicional del prospecto para la titularización de proyectos inmobiliarios.

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

1. 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.

2. 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.

3. Etapas y duración estimada de la ejecución del proyecto.

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

5. 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.

6. 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.

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

8. Resumen del contrato de construcción.

9. Resumen del contrato de fiscalización.

10. 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.

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

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

Parámetros y monto de la emisión de valores de Titularización de Proyectos Inmobiliarios.

El monto de la emisión, en ningún caso podrá exceder el 100% del presupuesto total del proyecto inmobiliario, incluido aquellos asociados con el desarrollo del proceso de titularización o del avalúo del inmueble, según lo que corresponda.

4.- Titularización de derechos existentes generadores de flujos futuros o de proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables.

Consiste en la emisión de valores con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo constituido con derechos existentes generadores de flujos futuros para lo cual se deberá acreditar documentadamente la propiedad del originador sobre tales derechos.

No se podrá titularizar bajo esta modalidad de flujos futuros, titularizaciones de cartera, ni de proyectos inmobiliarios, ni de inmuebles, por cuanto para estos activos están reguladas las condiciones especiales inherentes a su titularización.

5.- Titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas.-

Consiste en la emisión de valores con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo constituido con la transferencia de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas de bienes que estén en el comercio y sobre servicios públicos. Para la titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas de bienes se debe contar expresamente con la garantía solidaria del originador, así como con otro mecanismo de garantía específica que cubra el monto en circulación de la emisión.

Información adicional para titularización de flujos de fondos.

1. Declaración bajo juramento otorgada ante Notario Público por el representante legal del originador en la que detalle los activos integrados al patrimonio de propósito exclusivo están libres de todo tipo de gravámenes o limitaciones de dominio o prohibiciones de enajenar, y su valor en libros.

La declaración bajo juramento será en relación exclusiva al monto de los activos transferidos al patrimonio de propósito exclusivo para el desarrollo del proceso de titularización de flujos futuros de fondos.

2 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.

3 Forma de determinación del punto de equilibrio para la generación de los flujos.

4. Para procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera existan, deberá presentar además de lo dispuesto en el numeral 5.1., una declaración bajo juramento otorgada ante Notario Público por el representante legal del originador en la que detalle los activos libres de todo tipo de gravámenes, limitaciones al dominio o prohibiciones de enajenar y su valor en libros, con el compromiso de reposición y mantenimiento.

Esta declaración bajo juramento será en relación exclusiva al monto a ser autorizado para procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan.

Los procesos de titularización que estén respaldados con una garantía real no requerirán la presentación de la declaración indicada.

Contenido adicional del prospecto para la titularización de flujos de fondos en general.

Además de la información general, el prospecto para la titularización de flujos de fondos deberá contener la siguiente información especial:

1 Descripción detallada del activo o proyecto titularizado, 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.

2 Resumen de los aspectos más relevantes del estudio técnico - económico que respalda la generación de los flujos de fondos proyectados.

3 Etapas y duración estimada de la ejecución del proyecto, si fuere el caso.

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

5 La información señalada en los literales 4.5), 4.6), 4.8), 4.9), 4.10), 4.11) y 4.12) del numeral anterior, si fuere el caso.

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

7 Características de los activos, indicando por lo menos lo siguiente:

7.1 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 y los gravámenes a los que estuvieren afectos, entre otros.

7.2 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.

7.3 Valor de adquisición.

7.4 Régimen de sustitución y de adquisición o inversión en nuevos activos, de ser el caso.

7.5 Análisis del flujo esperado de efectivo o de derechos de contenido económico a ser generados a partir del patrimonio.

7.6 Relación de costos y gastos a ser asumidos con los activos que integran el patrimonio.

7.7 Garantías adicionales que se hubieran establecido o se fueran a establecer en relación al patrimonio, en su conjunto.

7.8. Declaración bajo juramento otorgada ante Notario Público por el representante legal del emisor en la que detalle los activos libres de gravámenes.

7.9 Opinión emitida por la compañía auditora externa con respecto a la presentación, revelación y bases de reconocimiento como activos en los estados financieros de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Parámetros y monto de la emisión de valores de Titularización de Flujos de Fondos en general.

Se podrán estructurar procesos de titularización a partir de la transferencia de bienes o activos que existen o que se espera que existan, generadores de flujos futuros de fondos determinables con base en información histórica de al menos los últimos tres años y en proyecciones por el plazo y la vigencia de los valores a emitirse.

Para el caso de proyectos que no cumplan con la información histórica mínima requerida, se tomará en consideración el desenvolvimiento financiero y económico proyectado de acuerdo a los estudios de estructuración.

1. Procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que existen. En este tipo de procesos de titularización, el originador transfiere inicialmente al patrimonio de propósito exclusivo, la propiedad de un bien o activo existente al momento de dicha transferencia, generador de flujos futuros, que pueda ser realizable o vendible, de ser necesario durante el proceso de titularización. El monto de la emisión no excederá el 90% del valor presente de los flujos proyectados 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 la Tasa Activa Efectiva

Referencial del segmento productivo corporativo, señalada por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta treinta días. El mismo porcentaje y procedimiento se aplicarán para el caso de que la titularización se realice por un segmento del proyecto.

2. Procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan.- En este caso, el originador transfiere al patrimonio de propósito exclusivo, derechos de cobro sobre flujos futuros de fondos determinables. Para ello, se deberá acreditar documentadamente la relación jurídica en virtud de la cual el originador tiene el derecho de cobro sobre los flujos futuros de fondos, o la relación comercial en virtud de la cual se proyectaron los flujos futuros. El monto de la emisión no excederá del 50% del valor presente de los flujos proyectados, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la tasa activa efectiva referencial para el segmento productivo corporativo señalada por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente, flujo que se determinará en el contrato de fideicomiso o en el fondo de inversión colectivo. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta treinta días. De igual manera, no podrá exceder del 80% de la garantía real constituida, o de los activos libres de gravamen del originador; para este último caso deberá aplicarse la siguiente metodología:

Al total de activos del originador deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de

bienes que se espera que existan en los que el originador haya actuado como constituyente del fideicomiso; los derechos fiduciarios del originador provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el originador y negociados en el registro especial para valores no inscritos – REVNI; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el originador en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%. Este cálculo deberá constar en una certificación suscrita por el representante legal del originador, que se insertará en el prospecto de oferta pública. La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de los valores provenientes de procesos de titularización, respecto del monto de los valores en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión.

Beneficios de la Titularización.

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

Costos en el proceso de titularización.

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

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 (DECEVALE), 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 mercantiles, 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\$ 2,500.

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.

Costos de colocación.

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. 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.

El riesgo y mejores prácticas fiduciarias⁵⁰

Hoy en día en las organizaciones modernas quienes establecen las normas de control en general, demuestran cada vez más interés en los principios y prácticas de

⁵⁰ Porras Zamora, Jorge Luis. Riesgo y Mejores Prácticas Fiduciarias. (1 Ed.), (pp.23-132). San José, Costa Rica. (2009).

la administración de riesgo, en tanto que dicha gestión forma parte del control interno de cualquier organización.

La preocupación por el tema del riesgo fiduciario se hace aún mayor si consideramos que la competencia en el mercado fiduciario se ha vuelto cada vez en un factor de supervivencia para las distintas entidades, teniendo que enfrentar variables externas e internas de diversa naturaleza que les exigen tomar decisiones en forma rápida y oportuna en materia de negocios, con el cual se incrementa de manera peligrosa el factor de riesgo.

Diferenciación del negocio fiduciario frente a otros productos financieros.

Para entender el riesgo en el negocio fiduciario debemos partir por entender la diferencia que existe entre el negocio fiduciario y otros productos financieros que ofrecen normalmente las entidades bancarias.

La doctrina hace mención a dos tipos de actividades a las que se abocan los establecimientos bancarios. En primer lugar, y este fue el fundamento para la existencia de los bancos, nos encontramos con las actividades Fundamentales o Típicas; éstas están referidas fundamentalmente a las labores de intermediación financiera.

Por medio de la intermediación financiera las entidades generan dos tipos de operaciones: las pasivas y las activas. Como resultado de este proceso de intermediación las entidades bancarias obtienen un margen o "Spread" financiero resultado de la diferencia entre las tasas activas.

La Confianza, ¿Factor determinante?.

Etimológicamente la palabra Fideicomiso proviene de los vocablos FIDES que significa Fe o Confianza y COMISSUM que significa Comisión, es por ello que los Fideicomisos han sido clasificados por los distintos antes reguladores dentro del capítulo de las “Comisiones de Confianza”.

La confianza es entonces un factor de singular importancia para la realización de cualquier negocio fiduciario, sin la cual difícilmente podríamos materializar el encargo. La confianza en la actividad fiduciaria se presenta de manera bilateral, es decir debe existir confianza del fiduciario hacia su cliente, en primer lugar, permitiendo que los negocios por realizar se lleven a cabo de acuerdo a las normas legales vigentes.

Diversos tipos de riesgos.

Los riesgos son a las empresas lo que los problemas a las personas, esto es que prácticamente es imposible vivir sin tener riesgos. Definimos el riesgo como aquella consecuencia no deseada pero que es aprobada que suceda dada la ejecución de una actividad, en nuestro caso particular en la ejecución de un contrato de fideicomiso.

Tenemos los siguientes tipos de riesgos:

Riesgos Legales.

Es la exposición a la posibilidad de demandas o sanciones que enfrentaría un fiduciario frente al fideicomitente, al fideicomisario, entidades de supervisión o terceras personas por incumplimiento de las obligaciones asumidas como consecuencia de la ejecución de un contrato de fideicomiso.

Riesgos Financieros.

Son las pérdidas probables como consecuencia de un mayor costo en la operación y administración de un fideicomiso (con respecto a los costos previstos originalmente), o se dan como consecuencia de errores o negligencia en la ejecución del encargo recibido.

Riesgo de imagen.

Es el potencial deterioro de la imagen del fiduciario ante la comunidad financiera nacional o internacional al verse vinculado directa o indirectamente con hechos o situaciones cuestionadas o consideradas inaceptables por la opinión pública.

Riesgo Reputacional.

Es el riesgo de imagen por seguir instrucciones contenidas en un fideicomiso, y que podrían ser consideradas poco éticas o inconvenientes para la opinión pública.

Riesgo del Recurso Humano.

Es el riesgo de contar con personal que no está debidamente capacitado en los temas específicos del negocio cuyas actuaciones pueden inducir a errores de diversa naturaleza.

Riesgo Operativo Fiduciario.

Aún y cuando las operaciones fiduciarias se clasifican como operaciones fuera del balance del fiduciario y por tanto son contabilizadas en cuentas de orden, para reflejar de manera adecuada que tanto los activos como los pasivos del fideicomiso no pertenecen a los activos y pasivos del fiduciario como tal, tenemos que considerar que una cuenta de orden fiduciaria podría eventualmente convertirse en una cuenta de pasivo para el fiduciario.

Lo anterior se sustenta en el hecho de que el fiduciario al asumir su compromiso en el cumplimiento de los objetivos del fideicomiso, asume la responsabilidad de realizar, como buen padre de familia, sus mayores y mejores esfuerzos para que dichos propósitos sean cumplidos de manera y forma en que las partes lo han convenido en el acto constitutivo. (Israel)⁵¹

Análisis y Evaluación del Riesgo Operativo.

El análisis y la evaluación del riesgo operativo aplicado a la actividad fiduciaria, es una labor de características muy particulares. Dicha labor debe ser ejecutada por los especialistas con el conocimiento del negocio, a partir de la definición de los criterios fundamentales y mediante el uso de herramientas que permitan identificar y medir dichos riesgos. No se trata de una labor que corresponda a la auditoría interna, ni tampoco es una labor exclusiva de la unidad de riesgo en la entidad cuando se trata de un fiduciario bancario. Debe ser el resultado del trabajo conjunto entre esta última y los responsables asignados por el Fiduciario, desarrollando una cultura de riesgo permanente.

Herramientas para la gestión del Riesgo Operativo Fiduciario.

La necesidad de considerar el riesgo como una actividad de gran relevancia en las instituciones modernas, ha potenciado el desarrollo de diversas herramientas que permiten que dichos análisis pueda realizarse de una manera objetiva y clara, permitiendo establecerse, posteriormente planes de contingencia para la atención de dichos riesgos haciendo posible que su impacto, tanto en la estructura como en las finanzas de la organización, sean lo menos negativo posible.

⁵¹ Solano Mojica, Moisés. Barrantes Sánchez, Israel. Gestión de Riesgo: Doctrina, Normativa Legal y Técnica. Educatex, San José, Costa Rica, 2008.

Indicadores de Riesgo.

Los indicadores de riesgo lo que establecen son medidas simples que proveen un indicio de si el riesgo cambia en el tiempo. El supuesto es que los eventos de riesgo operativo son más probables de que ocurran cuando los indicadores se incrementan. Esta medida objetiva permite a los administradores de riesgo estimar pérdidas a través de la aplicación de técnicas de regresión. Algunos ejemplos de indicadores de riesgo operativo fiduciario podrían ser los siguientes:

- Números de fideicomisos abiertos en un determinado periodo de tiempo.
- Monto de las comisiones por la administración de los fideicomisos en un determinado tiempo (anual, semestral, trimestral, mensual)
- Números de quejas recibidas por parte de los fideicomitentes por atrasos e incumplimientos de las obligaciones pactadas con el fiduciario.
- Números de transacciones realizadas en cada fideicomiso.
- Números de fideicomisos cancelados anticipadamente por los fideicomitentes.
- Números de días de atraso en el cobro de comisiones por la administración de los fideicomisos.

Mejores Prácticas Fiduciarias.

Para efectos meramente de orden y estructura en el desarrollo del tema hemos ubicado en ocho grandes temas. Cada uno contiene una definición de lo que entendemos por el mismo y los distintos aspectos que deberían ser considerados para una buena gestión de negocio. Los temas se presentan a continuación:

- Planificación del Negocio
- Políticas del Negocio
- Recursos Humanos
- Sistema de Información Gerencial
- Prácticas Legales
- Prácticas Fiscales

- Prácticas Contables
- Prácticas Tecnológicas
- Prácticas Financieras y Operativas

Planificación del Negocio.

Entendemos la planificación del negocio como el proceso sistémico, de carácter lógico y estructurado, que lleva a cabo una fiducia de sus actividades, con miras a alcanzar sus objetivos en el corto, mediano y largo plazo y que forman parte de la estrategia general de la organización.

Tenemos también:

- Realización de un ejercicio de planificación periódico, participativo, realista y sistémico.
- Existencia de planes específicos por áreas y productos.

Políticas del Negocio.

Comprender los lineamientos, parámetros y procedimientos sobre los cuales se rige la actuación de la fiducia. Dichas políticas han sido debidamente aprobadas por las autoridades superiores, se encuentran documentados y son de aplicación por parte de los colaboradores de la entidad (empleados y funcionarios de alto nivel de la organización) en el desempeño de sus funciones. Existen las siguientes:

- Políticas de Riesgo de negocio y creación de una cultura de riesgo en la entidad.
- Políticas de inversión de los recursos de los fideicomisos.
- Políticas de prevención del uso de la figura para fines ilícitos.
- Políticas y procedimientos para la aceptación de clientes.
- Políticas de conozca a su empleado.

Recursos Humanos.

Refiere a la formación profesional y específica en el negocio que poseen los colaboradores de la fiduciaria, para un mejor desempeño y entendimiento de sus labores y de las responsabilidades que la ejecución de las mismas conlleva, tanto para el fideicomiso como para las partes involucradas en el contrato.

Sistema de Información Gerencial.

Refiere al método mediante el cual se pone a disposición de los altos niveles de fiduciaria la información de carácter confiable y oportuna que se requiere para facilitar el proceso de toma de decisiones y que permite que las funciones de planificación, políticas, control y operaciones se realice de manera eficaz. La finalidad es la de suministrar a la alta gerencia de la fiduciaria la información adecuada en el momento oportuno. Por lo tanto, el valor de la información proporcionada por el sistema debe cumplir con los siguientes supuestos básicos:

- Calidad
- Oportunidad
- Cantidad
- Relevancia

Prácticas Legales.

Principio: Todo fiduciario debe contar con la asesoría legal especializada en nuestra fiduciaria, la cual debe cubrir en forma adecuada todos los aspectos legales atinentes a la figura. El fideicomiso es un contrato, entendido éste como “el acuerdo de voluntades que tiene por objeto crear una obligación” por tanto, las implicaciones de tipo legal representan en su gestión uno de los principales aspectos que deben ser atendidos por el fiduciario de manera particular. Algunos aspectos que se presentan con mayores errores y dificultades de interpretación en el contrato son:

- La elaboración del contrato
- La forma de transmitir la propiedad del fideicomitente al fiduciario
- La constitución del patrimonio fideicometido
- Las limitaciones a la responsabilidad del fiduciario
- La existencia de estructuras paralelas en el fideicomiso

Prácticas Fiscales.

El fiduciario es el responsable de cumplir o hacer que se cumplan las obligaciones fiscales atinentes al Fideicomiso. Se hace necesario que el fiduciario cuente con el asesoramiento fiscal adecuado a fin de protegerse de eventuales contingencias derivadas de un incumplimiento de esta materia. El cumplimiento de las obligaciones fiscales de los fideicomisos, es sobre esta base que el fiduciario como responsable de la administración del fideicomiso y de acuerdo a las características propias del encargo. Entre los deberes formales que debe cumplir el fiduciario como representante del patrimonio fideicomiso citamos las siguientes:

- Facilitar las tareas de determinación, fiscalización e investigación que realice la Administración Tributaria.
- Llevar los libros y registros especiales de las transacciones.
- Inscribirse en los registros pertinentes, a los que deben aportar los datos necesarios y comunicar oportunamente sus modificaciones.
- Presentar las declaraciones que corresponden
- Conservar, en forma ordenada, los libros de comercio, los registros, los documentos y los antecedentes de las operaciones o situaciones que constituyan hechos gravados.
- Dar facilidades a los funcionarios fiscales autorizados para que realicen las inspecciones o verificaciones.

- Presentar o exhibir en las oficinas de la administración Tributaria o ante los funcionarios autorizados las declaraciones, informes, documentos y demás comprobantes.

Prácticas Contables.

El fiduciario debe asegurar que exista una contabilidad independiente de cada fideicomiso, no pueden ser confundidos los bienes de un fideicomiso con los bienes del propio fiduciario ni con los otros fideicomisos que estén bajo su administración. En esta materia debemos señalar que por la naturaleza jurídica y porque su utilización prácticamente no tiene limitaciones de objeto, es posible parametrizar el tratamiento contable de los fideicomisos, en tanto que cada uno de ellos representa un negocio independiente cuyo propósito particular determinará la forma en el que el mismo debe ser contabilizado. La información contable debe cumplir con ciertas condiciones o atributos, entre los más importantes están:

- Pertinencia
- Confiabilidad
- Sistemática
- Comparabilidad
- Claridad
- Oportunidad
- Equilibrio costo-beneficio

Prácticas Tecnológicas.

El fiduciario debe contar con una estructura tecnológica apropiada a las operaciones fiduciarias, la cual debe garantizar que su utilización permitirá mejorar la calidad y la oportunidad de la información. El desarrollo alcanzado por el fideicomiso en los años recientes y la cada vez mayor competencia en el mercado por la captura

de clientes, han propiciado una mayor profesionalización y especialización de la actividad, en la cual el factor tecnológico juega un papel de singular importancia.

Prácticas Operativas y Financieras.

El fiduciario debe realizar su mayor esfuerzo para que el fideicomiso cumpla con el propósito que le ha sido encomendado. Debe ejercer su labor como un “Buen hombre de Negocios”, empleando las mejores prácticas que el negocio exige.

Prácticas Operativas:

- Existencia de un comité fiduciario
- Análisis de riesgo de las operaciones fiduciarias
- Existencia de manuales de políticas y procedimientos de control interno.
- Cumplimiento de las disposiciones y normativa emitidas por las autoridades de regulación.
- Existencias de estructuras de soporte al desarrollo de productos.
- Administración de la correspondencia, archivos y documentos soporte.

Prácticas financieras:

- Criterios para la determinación de honorarios
- La rentabilidad del negocio
- La eficacia del negocio
- El alineamiento del negocio (producto – ingreso – riesgo) (Zamora, 2009)⁵²

⁵² Porras Zamora, Jorge. El Fideicomiso en Costa Rica: Nociones y Productos Básicos. San José, Costa Rica, 1998.

CAPÍTULO 3 METODOLOGÍA Y DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

Diseño de la investigación

Para el desarrollo de nuestra investigación nos hemos basado en los siguientes tipos de investigaciones: descriptiva, correlacional, predictiva, explicativa, exploratoria, cualitativa y cuantitativa (Bernal, 2006); con la finalidad de que nuestro análisis sea lo más sólido posible, en cuanto a afirmaciones y opiniones, tomando como referencia la literatura de los diferentes autores referidos previamente, y la información obtenida de diversas fuentes.

Descriptiva.

Concepto. El Diseño de investigación descriptiva es un método científico que implica observar y describir el comportamiento de un sujeto sin influir sobre él de ninguna manera.

Muchas disciplinas científicas, especialmente las ciencias sociales y la psicología, utilizan este método para obtener una visión general del sujeto o tema.

(Bernal C. A., Metodología de la Investigación, 2006)⁵³, expresa lo siguiente: **Se considera como investigación descriptiva aquella en que, como afirma Salkind, “se reseñan las características o rasgos de la situación o fenómeno de objeto de estudio”.**

La investigación descriptiva, ha sido utilizada por nosotros, porque nos permite describir de forma general, el entorno de un proyecto inmobiliario y evaluar

⁵³ Bernal, Cesar Augusto Doctor en administración de negocios (D.B.A), Magister en educación, Psicólogo y economista. Profesor asociado adscrito a la Escuela Internacional de Ciencias Económicas y Administrativas (EICEA) , donde se desempeña como Director de Investigación y director del grupo de investigación Cambio e Innovación -categoría B de Colciencias. Profesor investigador en el campo de la Innovación y de la Gerencia del conocimiento.

las diferentes opciones de financiamiento que presenta el mercado ecuatoriano, considerando los datos obtenidos por los autores de este estudio.

Correlacional.

Concepto. Tipo de investigación social que tiene como objetivo medir el grado de relación que existe entre dos o más conceptos o variables, en un contexto en particular. En ocasiones solo se realiza la relación entre dos variables, pero frecuentemente se ubican en el estudio relaciones entre tres variables.

(Bernal C. A., Metodología de la Investigación, 2006, pág. 113)⁵⁴, expresa lo siguiente:

“La investigación correlacional tiene como propósito mostrar o examinar la relación entre variables o resultados de variables. De acuerdo con este autor, uno de los puntos importantes respecto de la investigación correlacional es examinar relaciones entre variables o sus resultados, pero en ningún momento explica que una sea la causa de la otra. En otras palabras, la correlación examina asociaciones pero no relaciones causales, donde un cambio en un factor influye directamente en un cambio en otro”.

La investigación correlacional, la hemos utilizado porque en los datos obtenidos para el estudio, se hace énfasis en la correlación que existe entre: a) el sector de la construcción y el PIB; b) el precio del barril de crudo ecuatoriano y el PIB; y c) la tasa de interés pasiva de los créditos y la tasa de interés de los títulos valores emitidos en el mercado ecuatoriano.

⁵⁴ César Augusto Bernal, Metodología de la Investigación, Pearson Educación de México, S.A de C.V 2006.

Predictiva.

Concepto. La investigación predictiva tiene como propósito prever o anticipar situaciones futuras, requiere de la exploración, la descripción, la comparación, el análisis y la explicación. La investigación tipo pronóstico es aquella en la cual el propósito principal es predecir la dirección futura de los eventos investigados. (Whitney, 1970), consiste en prever situaciones futuras, a partir de estudios exhaustivos de la evolución dinámica de los eventos, de su interrelación con el contexto, de las fuerzas volitivas de los actores que intervienen, y del estudio de las probabilidades de que algunos de esos eventos pudieran presentarse.

(Elithsine E, 2008, pág. 15)⁵⁵, expresa lo siguiente: **“Este tipo de investigación se observa un evento durante cierto tiempo, se analiza y se buscan explicaciones y factores relacionados entre sí. De modo tal que logra anticipar cuál será el procedimiento futuro o la tendencia de este evento”**.

La investigación predictiva, nos permitirá analizar la titularización de inmuebles para tomarla como base en la implementación de una titularización de proyectos inmobiliarios, luego del análisis de procesos de titularización de inmuebles vigentes en el Ecuador.

Explicativa.

Concepto. Es aquella que tiene relación causal; no sólo persigue describir o acercarse a un problema, sino que intenta encontrar las causas del mismo. Existen diseños experimentales y NO experimentales. Desde un punto de vista estructural reconocemos cuatro elementos presentes en toda investigación: sujeto, objeto, medio y fin. Se entiende por sujeto el que desarrolla la actividad, el investigador;

⁵⁵ Elithsine E, Espinel Armas La Investigación Científica 2008. Edición ROVE, Argentina

Por objeto, lo que se indaga, esto es, la materia o el tema; Por medio, lo que se requiere para llevar acabo la actividad, es decir, el conjunto de métodos y técnicas adecuados; Por fin, lo que se persigue, los propósitos de la actividad de búsqueda, que radica en la solución de una problemática detectada.

(G., 1999)⁵⁶, expresa lo siguiente: **“Es aquella que determina la relación entre causa y efecto, entre antecedente y consecuente de hechos y fenómenos socio-naturales. En este tipo de investigación la hipótesis se encuentra con la investigación de dos o más variables: dependiente e independiente”**.

La investigación explicativa, nos permitirá analizar el problema en estudio, hasta encontrar las causas del mismo, para así recopilar toda la información necesaria para poder llevar a cabo la actividad y así lograr el objetivo deseado a través de métodos y técnicas aplicadas en la elaboración del presente trabajo.

Exploratoria.

Concepto. En este artículo pretenderemos desarrollar el marco metodológico de una investigación, donde se propone realizar un diagnóstico de un tema específico, digamos por ejemplo, de comunicación.

La tipología de investigación será analizada tanto por su naturaleza, como por su finalidad, alcance temporal, amplitud, carácter, y por el tipo de fuentes utilizadas en la realización de la misma.

⁵⁶ Gil, Oswaldo Pacheco; Metodología III Bachiller Colegio Alfaro, Profesor Facultad Filosofía (Universidad de Guayaquil), abogado, ex-Presidente APUG, luchador social, escritor, Ex Vicerrector Universidad de Guayaquil.

(Bernal C. A., Metodología de la investigación, 2006, pág. 51)⁵⁷, expresa lo siguiente: **“Explicar implica establecer relaciones entre rasgos de un objeto, situación, acontecimiento etc., para lo cual es necesario utilizar la información proporcionada por la descripción y las observaciones que se han realizado para determinar dichos rasgos”**.

La investigación exploratoria, nos permitirá explicar porque la Titularización de Proyectos Inmobiliarios ha sido un tema poco analizado, existiendo superficialmente un conocimiento previo al estudio que se va a realizar. A través de dichos estudios se logrará obtener la información suficiente de datos y procedimientos que conducen a la respuesta a la pregunta planteada.

Cualitativa.

Concepto. La investigación cualitativa es aquella donde se estudia la calidad de las actividades, relaciones, asuntos, medios, materiales o instrumentos en una determinada situación o problema. La misma procura por lograr una descripción holística, esto es, que intenta analizar exhaustivamente, con sumo detalle, un asunto o actividad en particular.

(Bernal C. A., Metodología de la investigación, 2006, pág. 54)⁵⁸, expresa lo siguiente:

“El método cualitativo o método no tradicional se orienta a profundizar casos específicos y no generalizar su preocupación no es medir sino cualificar y describir el fenómeno social a partir de rasgos determinantes,

⁵⁷ Bernal, Cesar Augusto Doctor en administración de negocios (D.B.A), Magister en educación, Psicólogo y economista. Profesor asociado adscrito a la Escuela Internacional de Ciencias Económicas y Administrativas (EICEA). 2006

⁵⁸ Bernal, Cesar Augusto Doctor en administración de negocios (D.B.A), Magister en educación, Psicólogo y economista. Profesor asociado adscrito a la Escuela Internacional de Ciencias Económicas y Administrativas (EICEA) 2006

según sean percibidos por elementos mismos que están dentro de la situación estudiada”.

La investigación cualitativa, se ha utilizado para poder analizar de forma subjetiva los datos estadísticos obtenidos para la situación del estudio realizado.

Cuantitativa

Concepto. En la Investigación Cuantitativa, los investigadores tienden a permanecer separados de manera objetiva del tema. Esto se debe a que la Investigación Cuantitativa es objetiva en cuanto a su enfoque en el sentido de que sólo busca medidas precisas y un análisis de los conceptos que son objetivos para responder a su consulta.

(Bernal C. A., Metodología de la investigación, 2006, pág. 57)⁵⁹ expresa lo siguiente:

“El método cuantitativo o método tradicional se fundamenta en la medición de las características de los fenómenos sociales, lo cual supone derivar de un marco conceptual pertinente al problema analizado, una serie de postulados que expresan relaciones entre variables estudiadas de forma deductiva”.

La investigación cuantitativa, se ha utilizado para poder analizar de forma objetiva los datos estadísticos obtenidos y establecer una realidad medible para buscar veracidad de presente estudio.

⁵⁹ Bernal, Cesar Augusto Doctor en administración de negocios (D.B.A), Magister en educación, Psicólogo y economista. Profesor asociado adscrito a la Escuela Internacional de Ciencias Económicas y Administrativas (EICEA) 2006

Métodos de investigación

Concepto. El método es el conjunto de procedimientos lógicos a través de los cuales se plantean los problemas científicos y se ponen a prueba las hipótesis y los instrumentos de trabajo investigados.

El método es un elemento necesario en la ciencia; ya que sin él no sería fácil demostrar si un argumento es válido.

(Gil, Investigación III, 2003, pág. 64)⁶⁰, expresa lo siguiente:

“En este punto debe explicarse el cómo y con qué de la investigación, porque conviene recordar que el método como intermediario entre la teoría y técnica no existe independiente de la primera, por lo mismo la forma de acercamiento al objeto de estudio depende tanto de un paradigma como de la teoría que orienta el proyecto de investigación.”

Se entiende por método a los procedimientos pasos o secuencias que se toma como base para realizar algo de forma sistemática para la formulación o análisis de los resultados en el cuál se aplica para comprobar la efectividad del fenómeno que deseamos estudiar.

La fuente de este método surge en la necesidad de saber y conocer cuál es el elemento principal en la personalidad del investigador que lo lleva a cuestionar y que le permita adquirir conocimientos que evolucionan y trascienden.

Se puede decir también que la investigación tiene como objeto de descubrir algo y dar respuesta que hace el ser humano.

Entre estos métodos tenemos los siguientes:

⁶⁰ Oswaldo Pacheco Gil, Investigación III. Guayaquil-Ecuador, Editorial Nueva Luz. 2003

Método Empírico.

Concepto. La palabra empírica significa información obtenida por medio de experiencia, observación o los experimentos. El tema central en el método científico es que todo aporte debe ser empírico, lo que significa que es basado en la evidencia. Teniendo esto en cuenta, la palabra "empírica" también se refiere a trabajar con hipótesis que pueden comprobarse mediante la observación y los experimentos.

(Cedeño, Metodología de investigación científica I, 2010, pág. 60)⁶¹, señala lo siguiente:

“El conocimiento empírico se desprende de la experiencia y a través de los sentidos. Es el conocimiento que le permite al hombre interactuar con su ambiente; es generacional, sin un razonamiento elaborado, ni una crítica el procedimiento de obtención ni a las fuentes de información”.

Se lo puede definir como un método de observación usado para analizar el estudio de los hechos o fenómenos dentro de un contexto establecido, demostrando la convicción de una investigación llevada a cabo para efectuarse.

Métodos Teóricos.

Concepto. Son aquellos métodos que permiten revelar las relaciones esenciales del objeto de investigación, son fundamentales para la comprensión de los hechos y para la formulación de la hipótesis de investigación. Los métodos teóricos potencian la posibilidad de realización del salto cualitativo que permite ascender del acondicionamiento de información empírica a describir, explicar, determinar las causas y formular la hipótesis investigativa.

⁶¹ Dra. Lady Párraga Cedeño, Metodología de investigación 2010, primera edición. Manta-Ecuador

Entre ellos encontramos los siguientes:

Inductivo (Inductivismo).

Concepto. Es aquel método científico que obtiene conclusiones generales a partir de premisas particulares. Se trata del método científico más usual, en el que pueden distinguirse cuatro pasos esenciales: la observación de los hechos para su registro; la clasificación y el estudio de estos hechos; la derivación inductiva que parte de los hechos y permite llegar a una generalización; y la contrastación.

(Bernal C. A., Metodología de la investigación, 2006, pág. 56)⁶²

Expresa lo siguiente:

“Con este metodo se utiliza el razonamiento para obtener conclusiones que parten de hechos particulares aceptadas como válidos, para llegar a conclusiones, cuya aplicación sea de carácter general. El método se inicia a un estudio individual de los hechos y se forman conclusiones universales que se postulan como leyes, principios o fundamentos de una teoría”.

Con la aplicación de este método podremos llegar a determinar las causas y efectos de hechos reales que van de lo general a lo particular en nuestro estudio.

Deductivo.

Concepto. El método deductivo es un método científico que considera que la conclusión se halla implícita dentro las premisas. Esto quiere decir que las conclusiones son una consecuencia necesaria de las premisas: cuando las premisas resultan verdaderas y el razonamiento deductivo tiene validez, no hay forma de que la conclusión no sea verdadera.

⁶²César agosto Bernal 2006, Metodología de la Investigación 2006 México.

(Bernal C. A., Metodología de la investigación, 2006, pág. 56),⁶³ expresa lo siguiente:

“Es un método de razonamiento que consiste en tomar conclusiones generales para explicaciones particulares. El método se inicia con el análisis de los postulados, teoremas, leyes, principios, etcétera, de aplicación universal y de comprobada validez, para aplicarlos a soluciones o hechos particulares”.

Nuestro estudio se basa en la investigación deductiva porque este tipo de investigación se enfoca o se desarrolla mediante un razonamiento que parte de lo general a lo particular que va desde una opinión y análisis generalizado sobre el tema del cual nos hemos sentido atraídos o encontramos algún tipo de interés personal, y este es desarrollado o estudiado hasta llegar al segmento particular, es decir hasta la sección que sea de interés investigativo que necesitemos analizar.

Analítico.

Concepto.- El Método analítico es aquel método de investigación que consiste en la desmembración de un todo, descomponiéndolo en sus partes o elementos para observar las causas, la naturaleza y los efectos. El análisis es la observación y examen de un hecho en particular. Es necesario conocer la naturaleza del fenómeno y objeto que se estudia para comprender su esencia. Este método nos permite conocer más del objeto de estudio, con lo cual se puede: explicar, hacer analogías, comprender mejor su comportamiento y establecer nuevas teorías.

(Bernal C. A., Metodología de la investigación, 2006, pág. 56),⁶⁴ expresa lo siguiente: **“Este método es un proceso cognoscitivo, que consiste en**

⁶³ César agosto Bernal 2006, Metodología de la Investigación 2006 México.

⁶⁴ César agosto Bernal 2006, Metodología de la Investigación 2006 México.

descomponer un objeto de estudio separando cada una de las partes del todo para estudiarlas en forma individual”.

En este proyecto se utilizará el método analítico para el estudio de los componentes que forman parte de esta investigación, para luego con la síntesis unir todas estas conclusiones y llegar a un resultado satisfactorio.

Se afirma que para entender un fenómeno se debe proceder hacer un análisis profundo de la información para construir el conocimiento basado en experiencia.

Sintético.

Concepto. El método sintético es un proceso de razonamiento que tiende a reconstruir un todo, a partir de los elementos distinguidos por el análisis; se trata en consecuencia de hacer una explosión metódica y breve, en resumen. En otras palabras debemos decir que la síntesis es un procedimiento mental que tiene como meta la comprensión cabal de la esencia de lo que ya conocemos en todas sus partes y particularidades.

(Bernal C. A., Metodología de la investigación, 2006, pág. 56)⁶⁵, expresa lo siguiente: **“Este método consiste en integrar los componentes dispersos de un objeto de estudio para utilizarlos en su totalidad”.**

Este método es un proceso de demostración que tiene relación con el análisis y se emplean en otras ciencias para mejorar los resultados obtenidos y se aplican para una mediación directa que permite analizar el estudio de los conocimientos observados de información recopilada para llevar a cabo un proceso.

⁶⁵ César agosto Bernal 2006, Metodología de la Investigación 2006 México.

Métodos Estadísticos.

Concepto. El método estadístico consiste en una secuencia de procedimientos para el manejo de los datos cualitativos y cuantitativos de la investigación.

(Bernal C. A., Metodología de la investigación, 2006, pág. 159),⁶⁶ expresa lo siguiente: **La información tabulada y ordenada debe ser sometida a tratamiento por “técnica de análisis matemático” de carácter estadístico, el investigador debe definir en su proyecto según el caso, el empleo de parámetros de varios valores, medios según tamaño, posición, frecuencia y parámetros, empleo de números índices, correlación etc.**

Es un saber que sirve para analizar sintetizar y recopilar datos de manera cualitativa y cuantitativa, estudia un fenómeno en un determinado tiempo.

Los datos obtenidos son elementales para las conclusiones de los resultados recolectados y a través de la investigación se basa en experiencias reales.

Estadística Matemática.

Concepto. El modelo matemático teórico se encuentra basado, ya sea en una propuesta o en una teoría de la capacidad de entender un fenómeno el cual está siendo materia de estudio, aunque algunos de ellos sobre todo los fenómenos de naturaleza biológica, hasta el momento no han podido ser estudiados siguiente este modelo matemático. Por lo general esta clase de modelos necesitan seguir un procedimiento para su total elaboración, entonces para entender mejor el modelo matemático teórico, ya que se encuentra basado en una teoría, este modelo matemático solo puede ser correcto solo si la teoría es también correcta.

⁶⁶ César agosto Bernal 2006, Metodología de la Investigación 2006 México.

(Gil, Investigación III, 2003, pág. 77)⁶⁷, expresa lo siguiente: **“La define como ciencia que trata de la recopilación, clasificación y representación de los hechos sujetos a una apreciación numérica, como base de la explicación, descripción y composición de un fenómeno”**.

Es la parte esencial en el estudio de las relaciones cuantitativas en la forma de crecimiento y se lo realiza a través de lógica y cálculo.

Este a su vez estudia los fenómenos y modelos matemáticos que detallan las características mediante los datos recopilados para efectuar un estudio de análisis.

Estadística descriptiva.

Concepto. Estadística descriptiva registra los datos en tablas y los representa en gráficos. Calcula los parámetros estadísticos (medidas de centralización y de dispersión), que describen el conjunto estudiado.

(Gil, Investigación III, 2003, pág. 78),⁶⁸ expresa lo siguiente:

“Se remite a la descripción de los fenómenos del mundo objetivo; valiéndose de un procedimiento en donde los datos se agrupan en una tabla técnicamente elaborada, luego se los tabulan, se realiza la traficación, se estudia las características de la distribución, llegando inclusive a utilizar números índices, la estadística descriptiva estará siendo parte del conocimiento empírico.

Se dedica a recopilar, ordenar datos con la finalidad de agrupar los datos que por lo general se elaboran en tablas y gráficos

Este a su vez representa un conjunto de datos que determinan y analizan los datos que regulan algunos fenómenos.

⁶⁷ Oswaldo Pacheco Gil 2003, Investigación III. Guayaquil-Ecuador, Editorial Nueva Luz

⁶⁸ Oswaldo Pacheco Gil 2003, Investigación III. Guayaquil-Ecuador, Editorial Nueva Luz

Técnicas y herramientas de investigación

Concepto. Son procedimientos metodológicos y sistemáticos que se encargan de operativizar e implementar los métodos de Investigación y que tienen la facilidad de recoger información de manera inmediata, las técnicas son también una invención del hombre y como tal existen tantas técnicas como problemas susceptibles de ser investigados.

Las Técnicas tienen ventajas y desventajas al mismo tiempo, y ninguna de ellas puede garantizar y sentirse más importante que otras, ya que todo depende del Nivel del problema que se investiga y al mismo tiempo de la capacidad del investigador para utilizarlas en el momento más oportuno.

(Gil, Investigación III, 2003, pág. 81)⁶⁹, expresa lo siguiente:

“Las técnicas son un conjunto de elementos que permiten la aplicación de un método determinado. En la terea investigativa además de los métodos se necesita recurrir a los conocimientos y medios que operativicen los métodos y es cuando surgen las técnicas”.

Esta técnica establece normas para clasificar las fases del desarrollo de la indagación que proporciona el instrumentos de investigación para un adecuado análisis y para ello se requiere de ciertos instrumentos que son los más utilizados que son los que a continuación se describen.

Entre las técnicas más utilizadas tenemos:

Observación.

Concepto. La observación consiste en recibir conocimiento del mundo exterior a través de nuestros sentidos o el registro de información por medio de herramientas

⁶⁹ Oswaldo Pacheco Gil 2003, Investigación III. Guayaquil-Ecuador, Editorial Nueva Luz

e instrumentos científicos. La información registrada durante un experimento puede ser denominada observación.

(Roberto Hernández Sampieri, 2010, pág. 88)⁷⁰, señala lo siguiente: **“Este método de recolección de datos consiste en el registro sistemático, válido y contable de comportamientos y situaciones observables, a través de un conjunto de categorías y subcategorías”**.

Este método consiste en la aplicación de elementos que ayuden a facilitar información de lo que se desea implantar dentro de la investigación. Se caracteriza porque constituye el primer paso del método científico y este a su vez nos ayuda a tener una información más clara acerca del problema que deseamos plantear.

Encuesta.

Concepto. Una encuesta es una [técnica o método de recolección de información](#) en donde se interroga de manera verbal o escrita a un grupo de personas con el fin de obtener determinada información necesaria para una investigación.

(Cedeño, Metodología de la Investigación científica I, 2010)⁷¹, señala:

“La encuesta es la técnica de investigación acerca de un tema o problema en particular se lo puede aplicar en una población determinada o en la muestra significativa.

Se lleva a efecto mediante la aplicación del cuestionario debe medir los diversos indicadores que se han determinado en la operacionalización de los términos del problema o las variables de la hipótesis”.

⁷⁰ Roberto Hernández Sampieri, Carlos Fernández-Collado, Pilar Baptista, Metodología de la investigación, 2010-México Editorial McGRAW-HILLINTERAMERICANA EDITORES, S.A, DE C.V

⁷¹ Dra. Lady Párraga Cedeño, Metodología de investigación 2010, primera edición. Manta-Ecuador

Se entiende por encuesta a la recopilación de información que se realiza a través de un formato de preguntas el cual nos ayuda a obtener una información acerca de algo que deseamos saber y a su vez llegar a la conclusión de lo que se está realizando el estudio ya sea para identificar el número de personas de un establecimiento a la acción que se desee ejecutar.

Entrevista.

Concepto. Es un diálogo que se establece entre dos personas en el que una de ellas propone una serie de preguntas a la otra a partir de un guión previo. Se realiza con el fin de que el público pueda conocer la información de su persona, de su experiencia o conocimientos.

(Márquez, Metodología de la Investigación, 2006, pág. 186)⁷², señala lo siguiente:

“Es la técnica de investigación que se usa sobre todo en educación y debe planificarse con responsabilidad teniendo en cuenta los objetivos plantados en el tema o problema, como en la hipótesis. El dialogo entre el investigador y el entrevistado, debe existir un instructivo de carácter general y específico”.

Entendemos por entrevista al dialogo de manera personalizada que se le hace a una o varias personas a diferencia de la encuesta esta no se la realiza de manera escrita sino a través de una conversación o dialogo con el fin de recopilar información dependiendo el estudio que se esté efectuando para la verificación de datos realizados dentro de la misma.

⁷² Dr. Francisco Morán Márquez, 2006 Metodología de la investigación Guayaquil-Ecuador, Ediciones Minerva.

Experimento.

Concepto. El experimento ha de ser repetido al menos una vez, para que podamos comprobar al menos dos valores distintos de la variable independiente y saber si tienen algún efecto sobre la variable dependiente. Pero puede que necesitemos muchos más experimentos si nuestras hipótesis incluyen más de dos variables.

(Márquez, Metodología de la investigación, 2006, pág. 86)⁷³, señala lo siguiente:

“Estudio y comprobación de un problema cuyas variables se manifiestan en la obtención de resultados que pueden ser comprobados. Las variables independientes se manipulan y controlan por parte del investigador, se producen las resecciones de las variables dependientes del hecho estudio, que facilita la verificación, comprobación, descripción de lo que se investiga, y los respectivos ajustes”.

Como lo establece Márquez es el estudio y comprobación de un problema, por lo tanto el experimento se lo realiza con el propósito de obtener resultados probatorios que persiguen un objetivo y a su vez se lo realiza prescindiendo de un estudio y análisis para ejecutar una acción.

Justificación de la metodología seleccionada

En nuestro estudio se utilizó una combinación de los métodos empíricos, teóricos y estadísticos, debido a que mediante la observación de datos estadístico y el análisis de documentos del Estudio de Caso: “Fideicomiso Hotel Ciudad del Río” - Titularización de un Proyecto Inmobiliario Generador de Flujos-Valores de

⁷³ Dr. Francisco Morán Márquez, 2006 Metodología de la investigación Guayaquil-Ecuador, Ediciones Minerva

Titularización de Participación “VTP–Hotel Ciudad del Río” por un monto de \$24,000,000 cuya Oferta Pública de esta Titularización fue autorizada mediante Resolución del 22 marzo del 2010 por parte de Superintendencia de Compañías; podremos responder nuestra pregunta de investigación ¿Cómo la titularización puede ser un medio de financiamiento de hasta el 100% del presupuesto de un proyecto inmobiliario en Ecuador?, puesto que el Caso analizado, se refiere a la Titularización de un Inmueble cuyo proceso contiene la mayor parte de las características que debe poseer la Titularización de un Proyecto Inmobiliario.

La principal diferencia, en Ecuador, entre la Titularización de Inmuebles y la Titularización de Proyectos Inmobiliarios, es que el primero sólo se puede financiar 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 del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta treinta días; mientras que en el segundo, tema de nuestro estudio, se puede financiar hasta el 100% del presupuesto del proyecto inmobiliario.

Prueba piloto

Una vez que se haya profundizado en el conocimiento y análisis del Caso de Estudio; procederemos a realizar la simulación (experimento) de una Titularización de Proyecto Inmobiliario, con información obtenida del trabajo de los últimos 10 años de uno de los autores, utilizando la combinación de conocimientos de Estructurador Financiero, Estructurador Legal, Calificador de Riesgo y Operador de Valores.

CAPÍTULO 4 RECOLECCIÓN Y ANÁLISIS DE DATOS

Importancia del sector de la construcción en la economía ecuatoriana

PIB Nacional y PIB del sector de la construcción.

El sector de la construcción es uno de los principales motores de generación de empleo y crecimiento en una economía, motivo por el que se denota una alta correlación con el comportamiento de la misma; por lo que es importante conocer el entorno económico de los últimos 20 años y posteriormente evaluar la importancia del sector en el Producto Interno Bruto (PIB).

En 1999, la economía ecuatoriana tuvo una de sus peores crisis en la historia, producto del mal manejo fiscal de los gobiernos de turno, tanto en la administración de las instituciones públicas, la falta de una política la recaudación fiscal, fuertes debilidades en la legislación producto de la falta de ética de quienes expidieron leyes, que permitieron abusos por parte de grupos de poder, principalmente la Ley del Sistema Financiero, que abrió las puertas al sobreendeudamiento de los bancos, los créditos vinculados en las Instituciones Financieras, la emisión de dinero inorgánico y la sobrecobertura de garantía del estado para deudas de los bancos. Esto trajo como consecuencia el feriado bancario que incautó el dinero (sucres) de los ecuatorianos y la inmediata dolarización en el año 2000; lo que representó para los depositantes, la devolución progresiva de sus depósitos pero a una tasa de depreciación muy alta (25,000 sucres/dólar).

La crisis económica del Ecuador en 1999, se reflejó en un decrecimiento del - 28.30% en el PIB Nacional, teniendo como causas la reducción de la demanda, tanto por la falta de créditos por parte del sector bancario, la casi nula inversión por

parte del sector privado y la reducción de la inversión pública estatal, provocado por los ajustes fiscales y el aumento de los precios en general, que a su vez tuvo un impacto directo en el PIB de la construcción, el cual también tuvo un decrecimiento del -29.71%. Sin embargo, con la incorporación del dólar como moneda de circulación, la construcción tuvo una notable recuperación lo cual se llevó a cabo en diversas facetas, descritas a continuación: en el 2003 todas las ramas de la construcción se frenaron, excepto la impulsada por los organismos seccionales; para el 2004 el sector mejoró su posición tanto por el aumento de la demanda, determinado por la mejora de la economía y la canalización de dineros del IESS a la construcción de viviendas, así como también por la reducción de las tasas de interés. En el 2005, la oferta inmobiliaria se incrementó notablemente en las principales ciudades del país; no obstante, aunque en el 2006 se observó una gran reducción en el sector de la construcción, debido a un menor crecimiento de la inversión pública, la construcción de viviendas por parte del sector privado se mantuvo. A partir del 2007, excepto en el 2009 en que los precios del petróleo se redujeron debido a la crisis financiera mundial, tanto la inversión pública y la privada presentaron un notable crecimiento, producto del incremento de los precios de petróleo.

Es importante indicar que, desde el 2011, en el Ecuador se renovaron los contratos con las petroleras privadas, con la diferencia de que dichos contratos fueron cambiados a la modalidad de "Prestación de Servicios", lo que significó que aproximadamente el 75% de los ingresos petroleros se dirijan directamente a las cuentas fiscales del Estado y a su vez se reinvierta principalmente en obras de infraestructura vial y construcción de viviendas populares.



Ilustración 1 PIB Nacional y PIB Construcción (en millones de dólares corrientes)

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

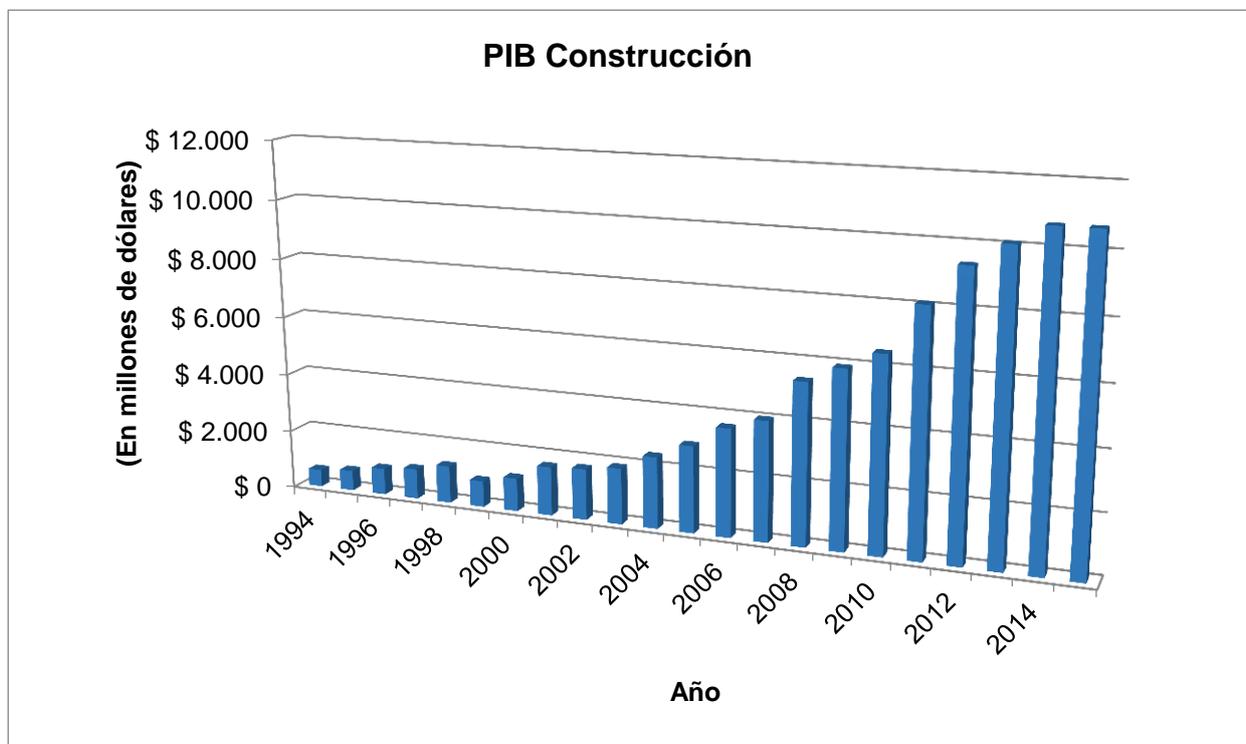


Ilustración 2 PIB del Sector Construcción (en millones de dólares corrientes)

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Tabla 1 PIB Construcción y PIB Nacional (en millones de dólares corrientes)

Rama de actividad / Año	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PIB Construcción	584	690	903	1,029	1,271	894	1,127	1,662	1,732	1,896	2,416
PIB Nacional	18,573	20,196	21,268	23,636	23,255	16,674	15,934	21,250	28,549	32,433	36,592

Ramas de actividad / Año	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PIB Construcción	2,926	3,639	4,017	5,394	5,928	6,501	8,106	9,379	10,096	10,705	10,705
PIB Nacional	41,507	46,802	51,008	61,763	62,520	69,555	79,277	87,925	94,776	100,543	100,048

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Tabla 2 PIB Nacional y PIB Construcción (miles \$ de 2007 y variación anual)

Año	Miles dólares 2007		Variación Anual (%)	
	PIB Nacional	PIB Construcción	PIB Nacional	PIB Construcción
2002	40,848,994	3,361,411		
2003	41,961,262	3,328,791	2.7	-1.0
2004	45,406,710	3,501,923	8.2	5.2
2005	47,809,319	3,802,202	5.3	8.6
2006	49,914,615	3,976,996	4.4	4.6
2007	51,007,777	4,016,663	2.2	1.0
2008	54,250,408	4,371,989	6.4	8.8
2009	54,557,732	4,494,958	0.6	2.8
2010	56,481,055	4,649,097	3.5	3.4
2011	60,925,064	5,465,092	7.9	17.6
2012	64,362,433	6,132,321	5.6	12.2
2013	67,293,225	6,644,152	4.6	8.3
2014	69,766,239	7,129,408	3.7	7.3

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

De los datos obtenidos y que pueden visualizarse en las ilustraciones 1 y 2 que a su vez pueden comprobarse en las tablas 1 y 2, el PIB del Ecuador ha mostrado un permanente crecimiento (tanto en dólares corrientes como en miles de \$ de 2007) desde el 2002, luego de volver a los niveles del año 1998 antes de la crisis financiera y económica del país, alcanzando los 100 mil millones de dólares en el 2014 (aprox. 70 mil millones de dólares de 2007).

En correlación con el crecimiento del PIB Nacional, el PIB de la construcción ha crecido constantemente desde el año 2000, destacándose que éste ha sido mayor en casi todos los años, excepto en los años 2002 y 2003. Adicionalmente, es importante resaltar que el PIB del sector de la Construcción, ha alcanzado un porcentaje de participación promedio del 10% en los últimos 7 años.

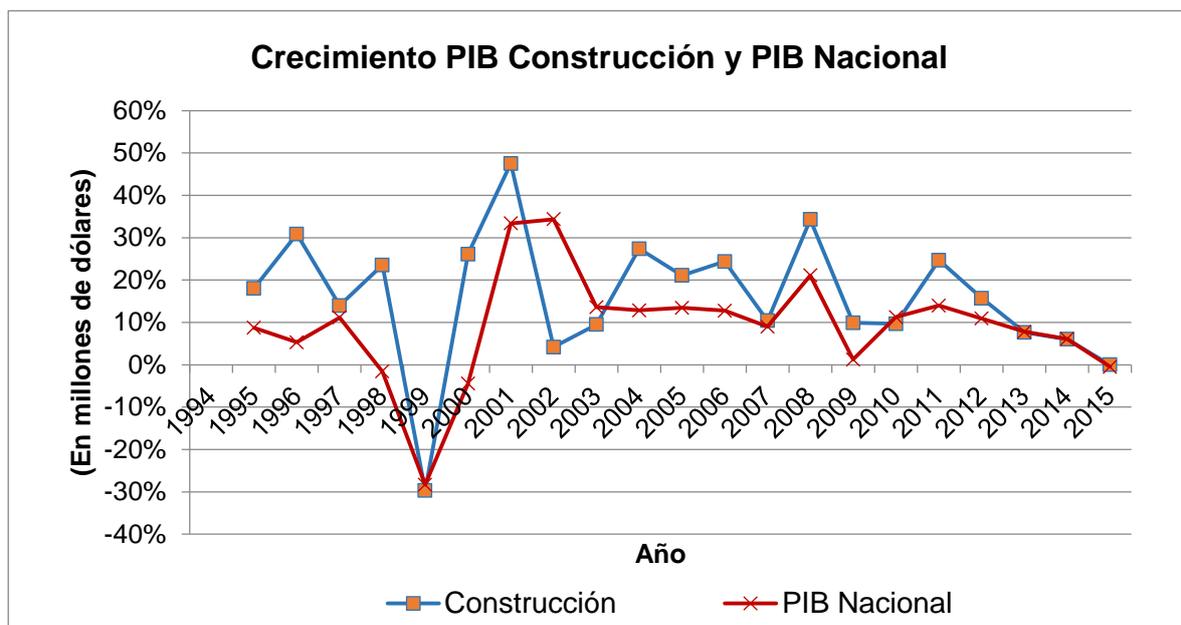


Ilustración 3 Crecimiento PIB Construcción y PIB Nacional

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

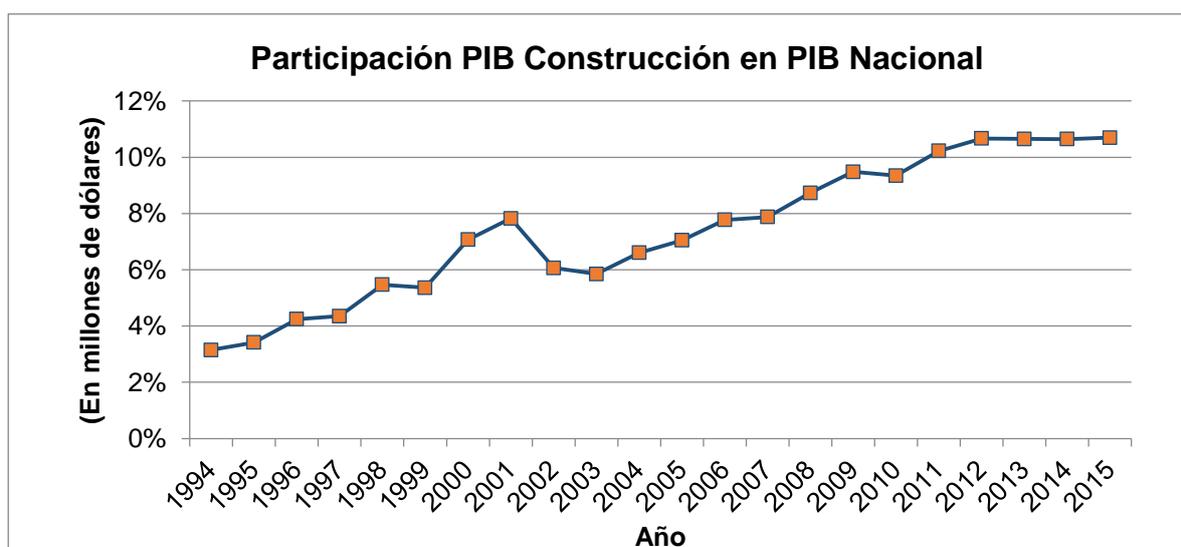


Ilustración 4 Participación PIB Construcción en PIB Nacional

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

El boom económico, ha sido producto de los altos precios del petróleo en los últimos años que pudieron ser aprovechadas por el cambio de los contratos entre el Estado y las empresas petroleras, que cambiaron de ser de participación a contratos de prestación servicios, por el cual reciben una tarifa por barril extraído. Sin embargo, es importante indicar que desde junio del 2014, los precios han venido reduciéndose, hasta llegar a precios similares del 2009, época de la crisis financiera mundial, lo cual ha repercutido en una significativa contracción de la liquidez en la economía, que ha generado una drástica reducción de los créditos al segmento productivo. Para contrarrestarlo, el gobierno ha seguido financiando proyectos de inversión tanto de infraestructura así como también de proyectos inmobiliarios, a través de la Corporación Financiera Nacional (CFN) y el Banco Nacional de Desarrollo (antes Banco Nacional de Fomento), en conjunto con el BIESS, principal generador de créditos hipotecarios a nivel nacional.

Tabla 3 Estadísticas de exportación de petróleo crudo

Año	Miles de	Miles de dólares	Valor unitario
1996	84,377	1,520,815	18.02
1997	91,378	1,411,577	15.45
1998	85,796	788,974	9.20
1999	84,653	1,312,311	15.50
2000	86,197	2,144,011	24.87
2001	89,907	1,722,332	19.16
2002	84,263	1,839,024	21.82
2003	92,442	2,372,314	25.66
2004	129,409	3,898,509	30.13
2005	131,595	5,396,840	41.01
2006	136,634	6,934,010	50.75
2007	124,098	7,428,356	59.86
2008	127,352	10,568,327	82.99
2009	119,558	6,284,131	52.56
2010	124,464	8,951,941	71.92
2011	121,732	11,799,973	96.93
2012	129,516	12,711,229	98.14
2013	140,245	13,411,759	95.63
2014	154,660	13,016,018	84.16
2015	139,890	6,036,504	43.15

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Tasas de interés por segmento y Volumen del crédito.

Desde sep2007 hasta oct 2008, el Gobierno implementó una política de reducción de tasas activas máximas, manteniéndose estables, observándose que el segmento Consumo pasó de 16.30% a 18.92% en may09 y en feb10 volvió al 16.30%; en may10 el Microcrédito Minorista (antes Microcrédito de Subsistencia) disminuyó de 33.90% a 30.50% y, Microcrédito de Acumulación Simple de 33.30% se redujo a 27.50%. El segmento Comercial, pasó del 14.03% al 9.33%, y el de Vivienda, del 14.77% al 11.33%; una reducción del 35% y 23%, respectivamente.

Tabla 4 Tasas de Interés Activa Efectiva Máxima

Segmento	Tasa Activa Efectiva Máxima (%)				
	sep-07	jul-09	feb-10	may-10	jul-15
Productivo Corporativo	14.03	9.33	9.33	9.33	9.33
Productivo Empresarial	n.d.	10.21	10.21	10.21	10.21
Productivo PYMES	20.11	11.83	11.83	11.83	11.83
Consumo	24.56	18.92	16.30	16.30	16.30
Consumo Minorista	37.27				
Vivienda	14.77	11.33	11.33	11.33	11.33
Vivienda de Interés Público					4.99
Microcrédito Minorista	45.93	33.90	33.90	30.50	30.50
Microcrédito Acum. Simple	43.85	33.30	33.30	27.50	27.50
Microcrédito Acum. Ampliada	30.30	25.50	25.50	25.50	25.50

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Como indicamos previamente, el BIESS es la institución financiera que otorga más créditos hipotecarios a nivel nacional, con una participación superior al 50% desde el 2011, con tasas y plazos altamente competitivos con el mercado. En marzo2015, el gobierno, a través de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera crea el segmento de Vivienda de Interés Público, impulsando el crédito para viviendas con una tasa del 4.99%, teniendo presente las siguientes condiciones: que sea primera vivienda para el comprador y que el precio de la misma no supere los US\$70,000

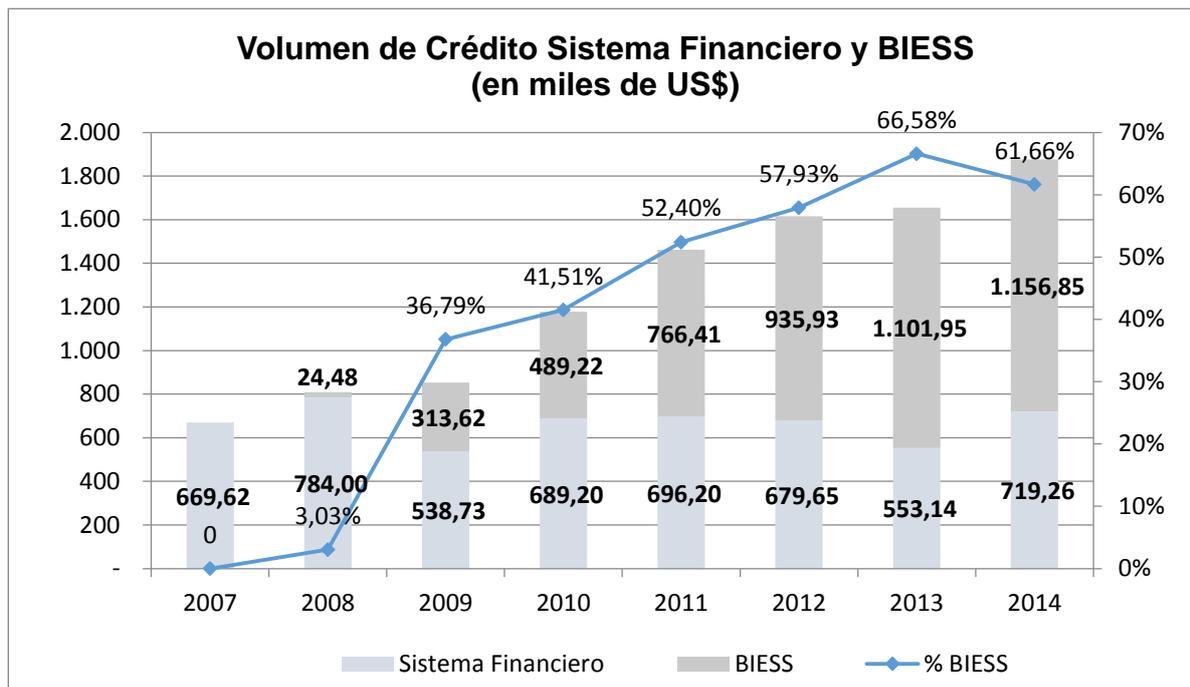


Ilustración 5 Volumen de Crédito Sistema Financiero y BIESS

Fuente: Market Watch - BCE

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Adicionalmente a lo anterior, es importante analizar la evolución del crédito y la tasa de interés, de las colocaciones realizadas por las instituciones financieras, en especial al sector de la construcción, para lo cual se puede recurrir a los informes mensuales que proporciona el Banco Central del Ecuador, en la dirección: <http://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/288-evoluci%C3%B3n-de-cr%C3%A9dito-y-tasas-de-interes>.

Para nuestro estudio, se extrajo la información disponible en la página web del Banco Central del Ecuador, en la dirección: <http://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/IndiceVCD.htm> con la finalidad de analizar y comparar el comportamiento histórico de los créditos del sector de la construcción con el total de otros sectores de la economía ecuatoriana, obteniendo los siguientes resultados:

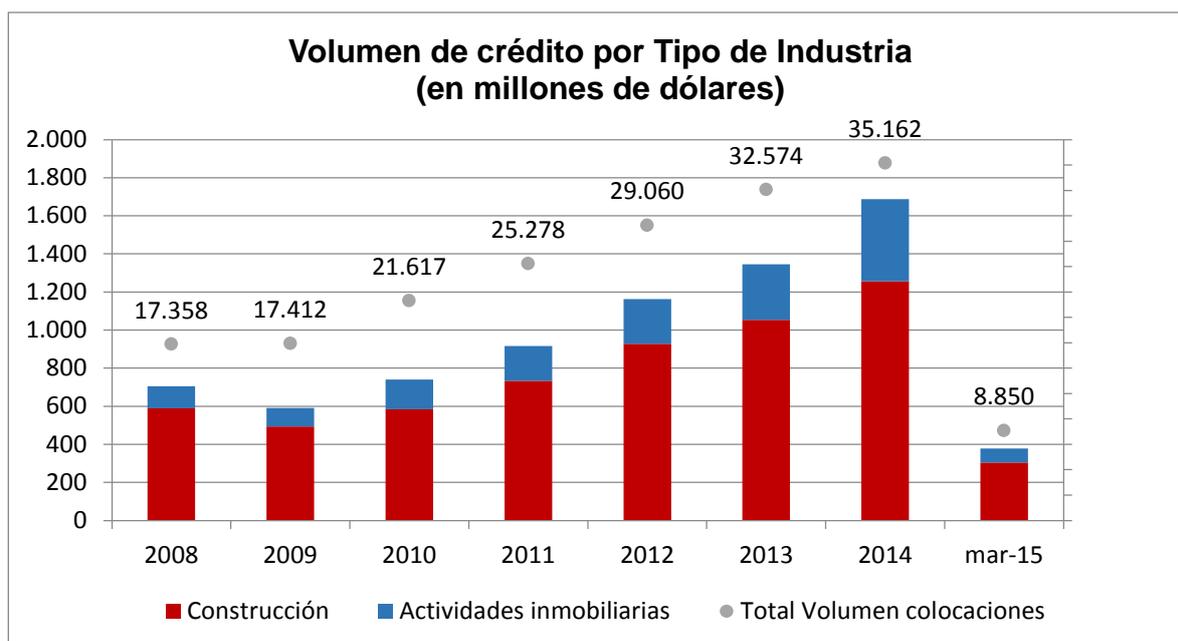


Ilustración 6 Volumen de crédito por tipo de industria

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Tabla 5 Volumen de crédito por tipo de industria

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	mar-15
Construcción	589.67	494.29	584.36	732.83	927.82	1,053.00	1,256.16	303.93
Actividades inmobiliarias	115.55	96.53	155.95	183.45	235.61	292.02	430.79	73.73
Vol. crédito construcción	705.22	590.82	740.30	916.28	1,163.44	1,345.02	1,686.94	377.65
Total créditos	17,358.31	17,412.24	21,617.10	25,278.05	29,060.42	32,574.11	35,161.69	8,849.59

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Tabla 6 Tasa de crecimiento de créditos

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Construcción	-16.17%	18.22%	25.41%	26.61%	13.49%	19.29%
Actividades inmobiliarias	-16.47%	61.56%	17.64%	28.43%	23.94%	47.52%
Todas las industrias	0.31%	24.15%	16.94%	14.96%	12.09%	7.94%

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

En el 2009, producto de la crisis financiera mundial, los créditos se redujeron significativamente para todos los sectores de la economía ecuatoriana, siendo uno de los más afectados, el sector de la construcción. Como puede observarse en la

tabla 6, hubo un decrecimiento en el saldo de los créditos, teniendo presente que a dic2009 el saldo de toda la cartera representó apenas un crecimiento del 0.31%. No obstante, a partir del 2010, las colocaciones al sector de la construcción vuelven a mostrar tasas de crecimiento muy positivas (con una tasa de crecimiento promedio del 20% anual), que incluso son superiores al crecimiento en conjunto de los otros sectores de las industrias ecuatorianas, destacándose las desembolsadas para actividades inmobiliarias que en el 2014 ascendieron a una tasa de crecimiento del 47.52%. Adicionalmente, es importante resaltar que el sector de la construcción en conjunto, ha mostrado a partir del 2010, un incremento constante en su participación con respecto al saldo de la cartera de todos los sectores de la economía, alcanzando el máximo histórico del 4.80% al cierre del 2014.

Tabla 7 Participación de créditos de sector construcción / todas las industrias

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	mar-15
Construcción	3.40%	2.84%	2.70%	2.90%	3.19%	3.23%	3.57%	3.43%
Actividades inmobiliarias	0.67%	0.55%	0.72%	0.73%	0.81%	0.90%	1.23%	0.83%
Total Sector construcción	4.06%	3.39%	3.42%	3.62%	4.00%	4.13%	4.80%	4.27%

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

El siguiente factor a analizar para nuestro estudio, corresponde al plazo y la Tasa Efectiva Anual (TEA) promedio de los créditos al sector de la construcción con respecto a todos los sectores de la economía, puesto que es relevante saber el plazo y la tasa que generalmente obtienen el constructor y/o el promotor, para financiar la construcción de proyectos inmobiliarios. Esta información se encuentra disponible en la página web del Banco Central del Ecuador, en la dirección: <http://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/IndiceVCD.htm>

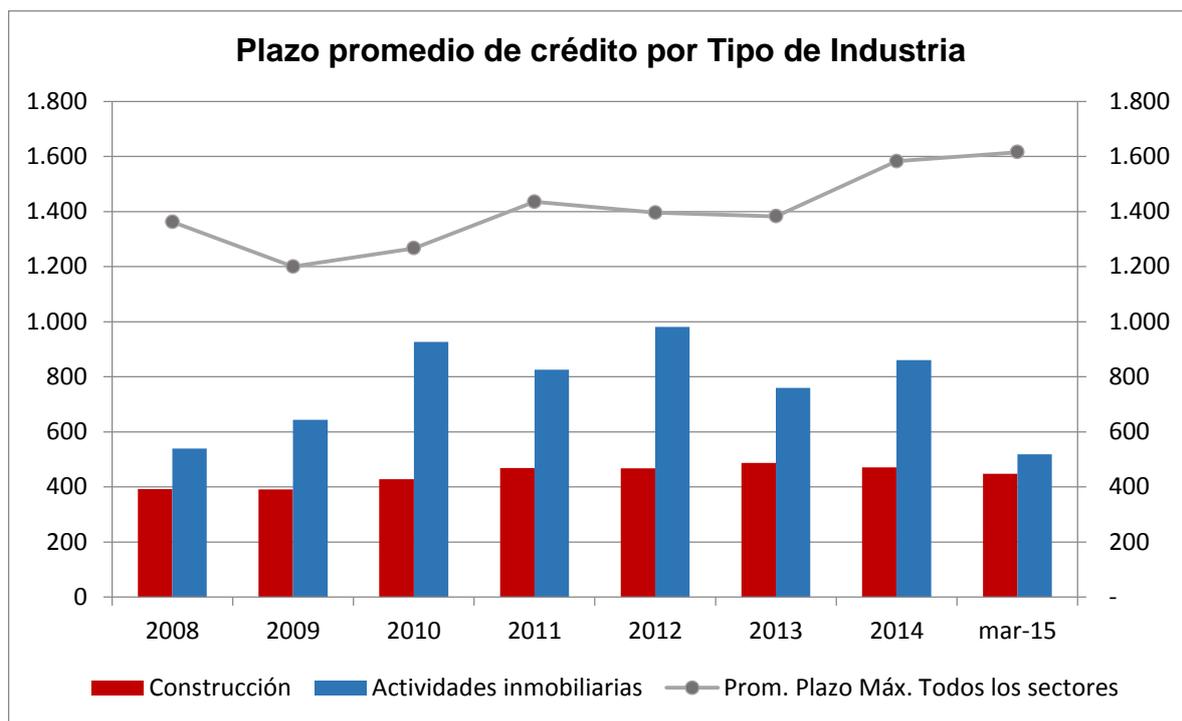


Ilustración 7 Plazo promedio del crédito por tipo de industria

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)
Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Tabla 8 Plazo Promedio de los créditos por tipo de industria

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	mar-15
Construcción	392	390	428	468	467	487	471	447
Actividades inmobiliarias	540	644	926	826	981	759	860	518
Plazo Prom construcción	466	517	677	647	724	623	665	483
Total Sectores	1,362	1,200	1,267	1,435	1,396	1,382	1,582	1,615

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)
Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Lo anterior demuestra que en promedio, los constructores y /o promotores, reciben créditos con un promedio máximo de hasta 1.4 años plazo en comparación con los 4.5 años que recibe el resto de industrias, lo cual no permite financiar adecuadamente un proyecto inmobiliario y es una de las causas principales de los problemas de financiamiento, al que nuestro proyecto se propone brindar una posible solución.

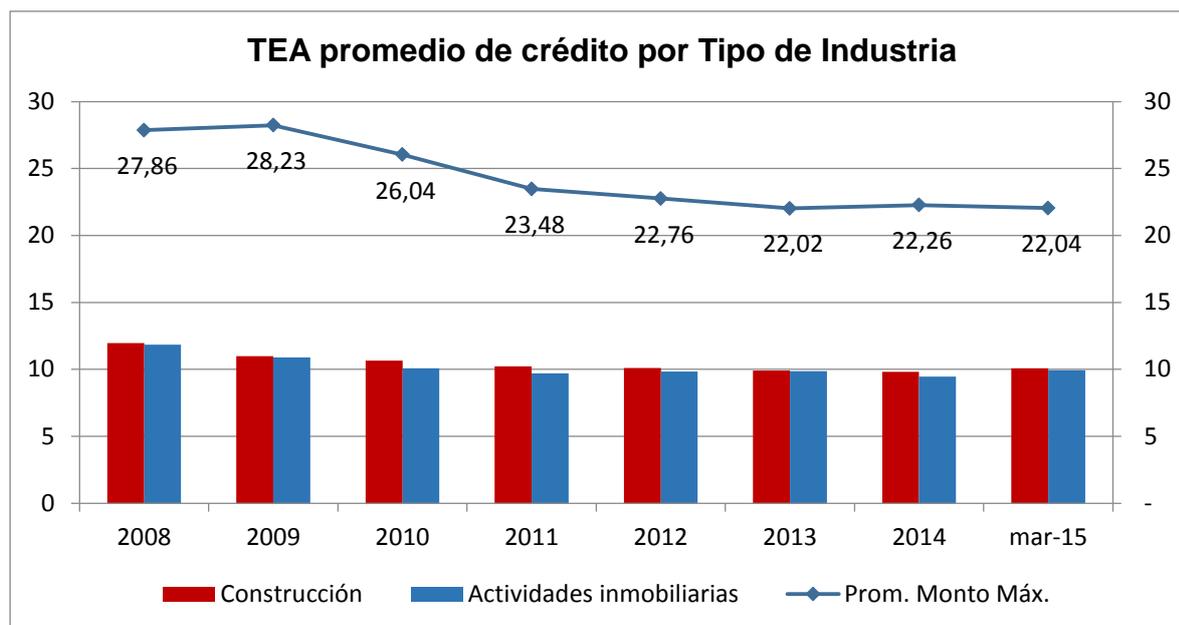


Ilustración 8 TEA promedio de crédito por Tipo de Industria

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Tabla 9 TEA promedio de los créditos por tipo de industria

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	mar-15
Construcción	11.95	10.98	10.65	10.21	10.10	9.92	9.82	10.08
Actividades inmobiliarias	11.84	10.89	10.08	9.70	9.84	9.85	9.46	9.94
TEA Prom construcción	11.89	10.93	10.37	9.96	9.97	9.88	9.64	10.01
Total Sectores	27.86	28.23	26.04	23.48	22.76	22.02	22.26	22.04

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Estos datos, demuestran que la tasa de interés de financiamiento que obtiene el sector de la construcción es muy adecuada, e incluso con tendencia de a la baja; sin embargo, esta tasa no considera el riesgo y costo de oportunidad que implica tener en garantía todo el terreno por el crédito inicial, que posteriormente aumenta de avalúo cuando es urbanizado, ni garantiza los desembolsos que se requieren para el avance de las obras para la terminación y entrega de las viviendas.

El Estudio Trimestral de Oferta y Demanda de crédito (ETOD) del Banco Central del Ecuador, de junio del 2015, cuyos estudios históricos se pueden

encontrar en la dirección: www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/324-encuesta-trimestral-de-oferta-y-demanda-de-cr%C3%A9dito; permite evaluar los factores que provocan cambios en la evolución del volumen de crédito, es decir, sus niveles de oferta y/o de demanda. Se puede identificar, además, la dinámica del crédito y si ésta responde a factores de oferta o demanda, permitiendo identificar el inicio de una posible etapa de ralentización del crédito en la economía o, por el contrario, el relajamiento en las condiciones de acceso al crédito.

El ETOD, toma como referencia para el análisis de la demanda de crédito una muestra de 1,000 empresas grandes, 900 PYMES y 384 microempresas. Para la oferta de crédito se incluye a las cooperativas de la economía popular y solidaria, clasificadas en 5 segmentos; esta muestra toma de referencia a 178 IFIs.

El ETOD tiene dos grandes grupos objetivo a ser encuestados:

- Ejecutivos senior de las instituciones financieras ecuatorianas (IFIs): bancos, mutualistas, sociedades financieras y cooperativas, éstas últimas pertenecientes a la economía popular y solidaria. Estas encuestas sirven de base para el estudio de la Oferta de Crédito.
- Ejecutivos del área financiera de empresas grandes, medianas, pequeñas y micro de las ramas de actividad de la industria, comercio, construcción y servicios. Con estas encuestas se analiza la Demanda de Crédito.

El ETOD, dio como resultado que en el II trimestre de 2015, las empresas que solicitaron nuevos créditos fueron: Industria (17%) y Comercio (16%), en comparación con las de Construcción (11%) y Servicios (9%). Este comportamiento de las empresas se mantiene para el grupo de las grandes empresas. Para el caso de las Pymes y microempresas, existe poca diferencia entre el porcentaje de

empresas de las distintas ramas que han solicitado un nuevo crédito; el promedio, entre las pymes es del 10% y del 6% para las microempresas.

El ETOD, obtuvo que los principales motivos por los que las empresas no solicitaron créditos en el segundo trimestre de 2015 fueron: no existió necesidad de financiamiento, la empresa se financia con sus propios recursos o ya posee un crédito vigente; esta evolución se mantiene desde el primer trimestre de 2010.

Para nuestro proyecto, es importante conocer cuáles son los principales motivos por los que el sector de la construcción no solicitó nuevos créditos, obteniendo como resultado que el 34% se financia con recursos propios, lo cual es producto de que para el avance de los proyectos, generalmente los constructores deben completar el financiamiento de su propio capital.



Ilustración 9 Motivo de las empresas para no solicitar nuevos créditos

Fuente: ETOD jun2015 - Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: BCE

De acuerdo al ETOD, de las empresas que solicitaron créditos, la mayoría lo destinaron a Capital de trabajo, en el cual las empresas de las ramas: Comercio, Construcción e Industria sobresalen con valores superiores al 70%. El segundo destino del crédito de mayor relevancia fue para Inversión y/o Adquisición de activos, destacando su importancia para las empresas de los sectores Servicios (25%) e

Industria (22%). En menores porcentajes, se destinó el crédito para la Reestructuración/Pago de deudas y para Operaciones de comercio exterior.



Ilustración 10 Destino del crédito

Fuente: ETOD jun2015 - Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: BCE

Lo expuesto a lo largo de éste numeral, demuestra que aún con una economía en crecimiento por incremento de los precios del petróleo, el sector de la construcción requiere de alternativas de fuentes de financiamiento para continuar con el desarrollo de sus proyectos; por lo que, en el siguiente numeral, analizaremos las opciones que brinda el mercado de valores.

El mercado de valores como fuente de financiamiento empresarial

Definición.

El mercado de valores es un segmento de los mercados de capitales en el cual se negocian valores (renta fija y variable) entre oferentes (emisores) y demandantes

(inversionistas), a través de mecanismos previstos en la Ley, con la finalidad de permitir la canalización de los recursos hacia las actividades productivas, sin necesidad de la intermediación de entidades financieras.⁷⁴

El mercado de valores utiliza los mecanismos previstos en la Ley de Mercado de Valores para canalizar los recursos financieros hacia las actividades productivas, a través de la negociación de valores en los segmentos bursátil y extrabursátil.

Mercado bursátil es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores, en las bolsas de valores y en el Registro Especial Bursátil (REB), realizadas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la Ley.

Mercado extrabursátil es el mercado primario que se genera entre la institución financiera y el inversor sin la intervención de un intermediario de valores, con valores genéricos o de giro ordinario de su negocio, emitida por IFI, inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores y en las bolsas de valores.

Son negociaciones de mercado privado aquellas que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor sin la intervención de intermediarios de valores o inversionistas institucionales, sobre valores no inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores o que estando inscritos sean producto de transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales y de hecho.

Las operaciones con valores que efectúen los intermediarios de valores autorizados, e inversionistas institucionales en los mercados bursátil y extrabursátil, serán puestas en conocimiento de la Superintendencia de Compañías, Seguros y

⁷⁴ Página web institucional de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Valores para fines de procesamiento y difusión, en la forma y periodicidad que determine la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.⁷⁵

Fuentes del mercado de capitales.

Siendo el Mercado de Valores un segmento del mercado de capitales, es importante evaluar las principales fuentes de recursos del sistema financiero nacional, obteniendo los siguientes datos:

Tabla 10 Captaciones del Sistema Financiero (en millones de dólares)

Captaciones	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	may-15
Depósitos a la vista (1)	7,125.80	7,854.53	9,532.53	10,494.46	11,262.97	10,521.34
Cuasidinerio (2) IFIs	11,469.04	14,555.96	16,464.51	18,879.62	21,465.01	21,438.72
Total captaciones	18,594.84	22,410.49	25,997.04	29,374.08	32,727.98	31,960.06

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	may-15
Bancos Privados	8,403.54	10,603.87	11,924.45	13,468.59	15,486.28	15,315.64
BEV	31.31	29.97	17.35	7.55	0.27	0.02
BNF	290.32	405.91	525.67	481.99	600.99	555.91
CFN	24.55	62.01	53.28	100.21	55.69	29.96
Cooperativas	1,777.43	2,351.89	2,719.24	3,400.01	3,942.60	4,110.68
Mutualistas	395.83	424.86	471.25	530.79	589.78	581.60
Sociedades Financieras	530.62	653.21	742.22	881.65	789.41	844.92
Tarjetas de Crédito	15.45	24.25	11.04	8.84	-	-
Total Cuasidinerio IFIs	11,469.05	14,555.97	16,464.50	18,879.63	21,465.02	21,438.73

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

(1) Depósitos a la vista: Se refiere a depósitos en cuenta corriente recibidos por las entidades bancarias, exigibles mediante la presentación de cheques u otros mecanismos de pago y registro. Incluye: Gobiernos provinciales y locales, sociedades públicas no financieras (empresas) y, otros sectores residentes (hogares)

(2) Cuasidinerio: Corresponde a las captaciones de las Otras Sociedades de Depósito, que sin ser de liquidez inmediata, suponen una "segunda línea" de medios de pago a disposición del público. Está formado por los depósitos de ahorro,

⁷⁵ Art. 3 Título I de la Ley de Mercado de Valores

depósitos a plazo fijo, operaciones de reporto, fondos de tarjetahabientes y otros depósitos.

Tabla 11 Participación por tipo de captaciones

Captaciones	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	may-15
Depósitos a la vista	38.32%	35.05%	36.67%	35.73%	34.41%	32.92%
Cuasidinerero IFIS	61.68%	64.95%	63.33%	64.27%	65.59%	67.08%
Total captaciones	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)
Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

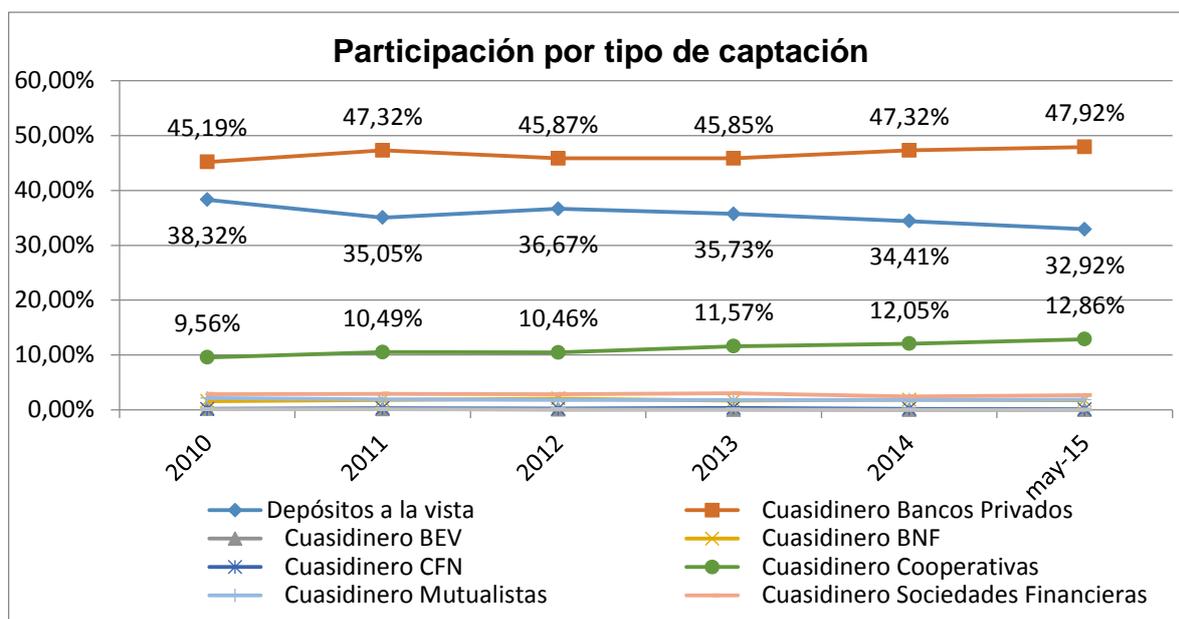


Ilustración 11 Participación de por tipo de captación

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)
Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Por observación, la principal fuente de captación es la obtenida por las IFIs a nivel nacional, alcanzando a mayo de 2015 su participación más alta (67.08%), siendo los Bancos Privados la mayor fuente de captación con 15,315 millones de dólares que representan aproximadamente el 48% del total de captaciones.

A continuación, evaluaremos los depósitos a plazo, como principal fuente de captación de recursos, puesto que se requiere que éstos sean a plazos definidos para determinar el plazo de un crédito y a la vez, nos permite dimensionar el potencial volumen de dinero que se podría invertir en títulos valores.

Tabla 12 Montos por tipo de depósitos

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	may-15
Depósitos a la vista	7,126	7,855	9,533	10,494	11,263	10,521
Depósitos de ahorro IFIS	5,797	6,957	7,821	8,909	9,979	9,540
Depósitos restringidos IFIS	404	528	638	734	817	1,198
Operaciones de reporto IFIS	3	26	1	68	1	-
Otros depósitos IFIS	164	356	198	206	338	314
Total Depósitos a plazo fijo	5,102	6,689	7,806	8,962	10,315	10,387
Depósitos a plazo Bancos Privados	3,511	4,458	5,102	5,716	6,746	6,625
Depósitos a plazo BEV	-	-	-	-	-	-
Depósitos a plazo BNF	45	101	159	88	94	91
Depósitos a plazo CFN	24	62	53	51	41	30
Depósitos a plazo Cooperativas	798	1,202	1,521	1,964	2,346	2,487
Depósitos a plazo Mutualistas	187	199	231	266	309	320
Depósitos a plazo Soc.Financieras	523	645	730	869	778	834
Depósitos a plazo Tarjetas Crédito	15	23	10	7	-	-

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

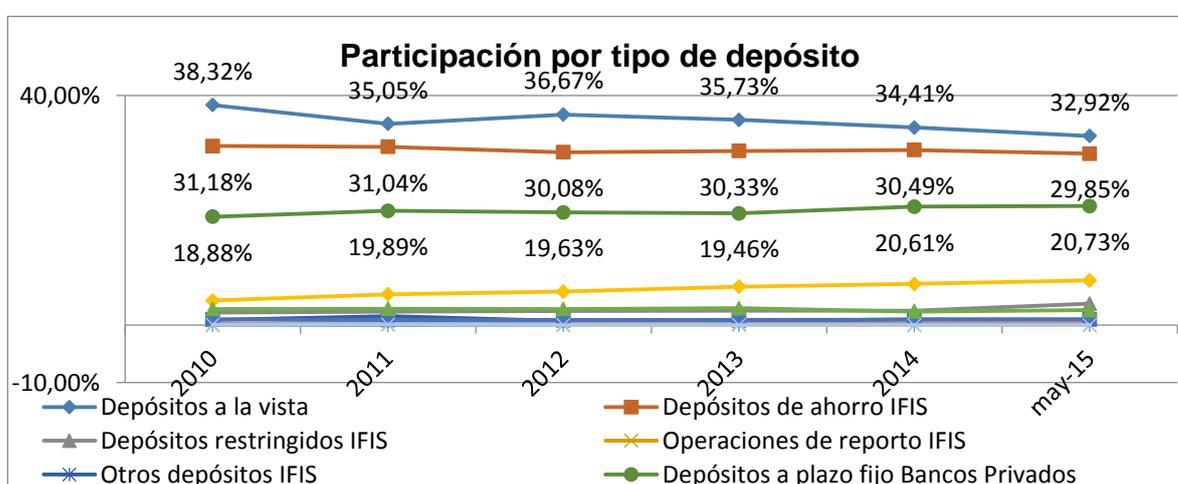


Ilustración 12 Participación por tipo de depósito

Fuente: Estadísticas del Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

De la información anterior, se obtiene que aproximadamente 10,000 millones de dólares, es el monto que el mercado de valores tendría como potencial fuente para que sean invertidos en títulos valores, emitidos por los diferentes emisores, tanto en renta fija como variable. A continuación, se procede al análisis de las estadísticas de las negociaciones bursátiles realizadas en los últimos 5 años, cuyos datos fueron obtenidos de los Anuarios de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros disponibles en la web de la institución.

Negociaciones en el mercado de valores ecuatoriano.

Tabla 13 Negociaciones bursátiles por tipo de mercado (millones de dólares)

Primario	2010	2011	2012	2013	2014
Títulos Bancarios	2,255.41	1,293.31	1,169.34	1,487.17	3,668.67
Papeles del Estado	1,144.60	177.08	307.18	414.15	457.58
Renta Fija-corto plazo	156.61	205.46	283.47	308.44	705.13
Renta Fija-largo plazo	857.37	1,150.48	774.74	658.84	528.27
Acciones	53.77	39.00	50.15	58.18	58.72
TOTAL PRIMARIO	4,467.8	2,865.3	2,584.9	2,926.8	5,418.4
Secundario	2010	2011	2012	2013	2014
Títulos Bancarios	119.57	231.44	215.25	140.50	303.16
Papeles del Estado	115.48	157.99	295.20	116.62	265.12
Renta Fija-corto plazo	81.16	93.06	131.14	82.19	88.18
Renta Fija-largo plazo	205.19	300.25	354.44	320.16	269.57
Acciones	104.24	112.95	142.25	136.02	1,200.10
TOTAL SECUNDARIO	625.6	895.7	1,138.3	795.5	2,126.1
Mercado	2010	2011	2012	2013	2014
Títulos Bancarios	2,374.97	1,524.75	1,384.58	1,627.66	3,971.83
Papeles del Estado	1,260.08	335.07	602.38	530.77	722.69
Renta Fija-corto plazo	237.77	298.52	414.61	390.64	793.31
Renta Fija-largo plazo	1,062.56	1,450.73	1,129.18	979.00	797.83
Acciones	158.02	151.95	192.40	194.20	1,258.82
TOTAL MERCADO	5,093.4	3,761.0	3,723.2	3,722.3	7,544.5

Fuente: Anuarios Estadísticas de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

El volumen de dinero negociado en conjunto de las 2 Bolsas de Valores (de Guayaquil y Quito), mostró decrecimientos entre el 2011 y 2013 manteniéndose en montos de alrededor de 3.7 mil millones de dólares. Sin embargo, en el 2014 se incrementó significativamente hasta alcanzar los 7.5 mil millones de dólares, que representó un crecimiento del 105% con respecto al 2013; lo cual fue producto de: 1) el mercado se orientó a las inversiones a corto plazo por la percepción de falta de liquidez en la economía, principalmente de títulos bancarios, y 2) la venta a

compañías internacionales, de la mayoría de las acciones de las compañías LAFARGE CEMENTO S.A. y el Holding Tonicorp S.A.

Cabe resaltar que, la mayor parte de las negociaciones en el mercado, se realizan en promedio del 75% de forma primaria, lo cual denota que existe una falta de rotación de las inversiones, y si a esto se agrega que aprox. el 60% del total de negociaciones bursátiles se hace en títulos bancarios y papeles de renta fija de corto plazo. Esto permite estimar que existe aprox. 1.5 mil millones de dólares que fueron invertidos en títulos de largo plazo y que representan la potencial demanda para la titularización de proyecto inmobiliario planteada en nuestro estudio.

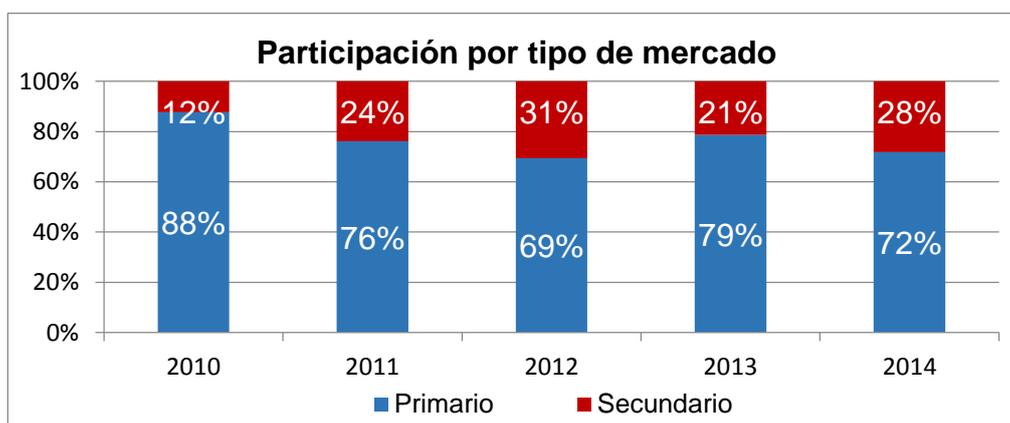


Ilustración 13 Participación de negociaciones bursátiles por tipo de mercado

Fuente: Anuarios Estadísticas de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

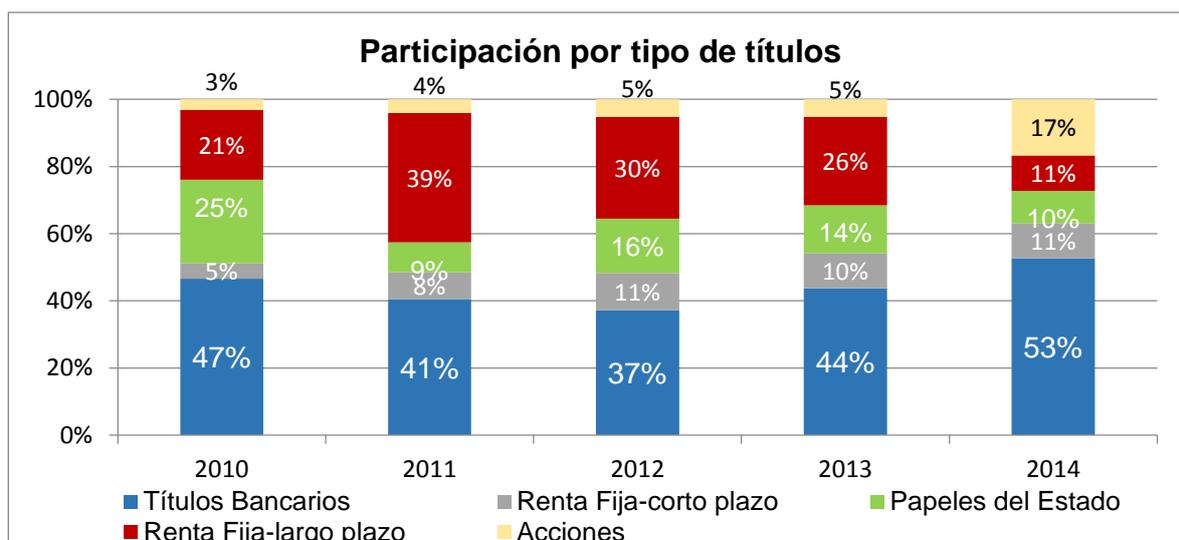


Ilustración 14 Participación de negociaciones bursátiles por tipo de títulos

Fuente: Anuarios Estadísticas de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Es importante resaltar que en promedio ponderado, los títulos de largo plazo pagan aproximadamente el 7.5% de tasa de interés efectiva anual (TEA), marcando una diferencia de 3% con respecto a papeles de corto plazo y 2.5% en comparación a la TEA promedio que pagan los títulos bancarios.

Tabla 14 TEA Promedio ponderado

	2010	2011	2012	2013	2014
Títulos Bancarios	4.12	4.44	4.50	5.05	5.27
Renta Fija - Corto plazo	2.23	3.23	4.18	4.41	4.29
Bonos del Estado	4.06	4.39	8.62	7.06	7.99
Renta Fija - Largo Plazo	7.52	7.36	6.94	7.00	7.07
Total TEA Prom. ponderado	5.38	5.53	5.84	6.03	5.89

Fuente: Anuarios Estadísticas de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

En el Estudio de Caso: Titularización de Inmueble “Fideicomiso Hotel Ciudad del Río”, el Estructurador Financiero estimó en 14.9% la tasa de retorno del proyecto bajo el escenario esperado, lo cual dio como resultado una alta demanda de los títulos, al ser ésta muy competitiva con respecto a otras opciones del mercado.

Estudio de Caso: Titularización de Inmueble “Hotel Ciudad del Río”

En el mercado ecuatoriano, los fideicomisos inmobiliarios se han utilizado para ser un vehículo que obtenga financiamiento de los proyectos, poniendo en garantía los terrenos y demás activos del fideicomiso, así como el compromiso por parte de la institución financiera para otorgar los créditos a los potenciales compradores; sin embargo, este tipo de fideicomisos tienen varias limitaciones entre esas la principal es que no permite financiar el 100% del proyecto con los terrenos y flujos esperados del mismo, puesto que el promotor y el constructor están expuestos al riesgo de que la Institución financiera restrinja los créditos, como sucede muy comúnmente, sea por factores del entorno económico, financiero o por cambios en las políticas de crédito internas o legales.

Por las limitaciones expuestas, la compañía PRNOBIS S.A. ha sido promotor de 3 proyectos de construcción de inmuebles, financiados íntegramente por medio del mercado de valores, bajo la Titularización de Inmueble, con los siguientes resultados:

a. La emisión de la Titularización Omnihospital se realizó en diciembre del 2005, se emitió al mercado de valores 2,800 títulos con valor nominativo unitario de US\$6,000 por un total de US\$16,800,000 colocados en 6 meses aprox.;

b. El segundo proyecto financiado vía Titularización “GM Hotel”, fue el Hotel Sonesta de Guayaquil, cuya oferta pública fue autorizada en abril del 2008 y emitió 4,000 títulos con valor nominativo unitario de US\$5,000 por un total de US\$20,000,000 colocados en 5 meses aproximadamente; y

c. La titularización del proyecto Hotel Ciudad del Río, cuya oferta pública fue autorizada en marzo del 2010, emitió 4,800 títulos con valor nominativo unitario de US\$5,000 por un total de US\$24,000,000 colocados en 7 meses aprox.

Es importante resaltar que, los autores escogimos la 3era Titularización de Inmueble, por ser la más representativa con respecto a la propuesta planteada en este estudio, considerando que la finalidad de la titularización, fue obtener recursos de una fuente alternativa de financiamiento como es el mercado de valores.

Con respecto a la utilidad que genera la inversión en éste tipo de títulos valores de participación (VTP), es importante indicar que en el caso de estudio aún no se generan puesto que se podría considerar que el hotel durante el 2014 recién comenzó a incrementar su tasa de ocupación; sin embargo, a efectos de comparación, se detallan las utilidades generadas por el 2do proyecto “GM Hotel”, con similares características al caso de estudio:

Tabla 15 Utilidad por VTP-GM Hotel

Año	Utilidad	% Utilidad por VTP
2012	266.98	5.34%
2013	352.58	7.05%
2014	350.76	7.02%

Fuente: Informes de la Calificadora Pacific Credit Rating
Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Información general de la titularización “Hotel Ciudad del Río”.

El Fideicomiso Hotel Ciudad del Río fue constituido en la ciudad de Guayaquil de acuerdo a escritura pública el 11 de diciembre del 2009 de acuerdo con lo establecido en la Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos, constituyendo un patrimonio independiente de Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos que lo administra; y fue inscrito en el Registro de Mercado de Valores como emisor de Títulos, así también los títulos valores denominados VTP-Hotel Ciudad del Río y como Fideicomiso.

El Fideicomiso tiene por objeto desarrollar el proyecto inmobiliario denominado "Hotel Wyndham", el cual comprende la construcción de un hotel con 8 pisos para habitaciones incluyendo un piso VIP, parqueos, mezzanine, terraza, cubierta y un local por el costo total de US\$25 millones, el cual fue financiado por los flujos producto de la colocación de 4,800 títulos VTP's (Valores de Titularización de Participación) a un valor nominal de US\$5,000 cada uno por US\$24 millones y flujos en efectivo que se generen por la venta de parqueos y locales por US\$1 millón. Se aclara que los parqueos y locales no son parte de la Titularización, por cuanto los mismos estuvieron prometidos en venta a un tercero; asimismo se indica que el Hotel será operado y administrado por el Operador y cuyos flujos de operación netos, serán distribuidos entre los Inversionistas, a prorrata de su participación.

De acuerdo al Informe de Estructuración Financiera de la Titularización, el costo total del proyecto ascendía a US\$25,520,360 y la emisión de la titularización fue de US\$24,000,000; por lo que, la diferencia de US\$1,520,360 se realizó con un aporte directo del Originador orientado a la construcción del área comercial adicional (en reemplazo de un casino que por normativa legal se tuvo que sustituir) y de los parqueaderos ubicados en el sótano.

El Fideicomiso tiene 3 fases: I Fase: se procedió con la constitución del Fideicomiso hasta cuando la Fiduciaria realizó la evaluación que determinó que se haya alcanzado el punto de equilibrio, el cual fue certificado el 26 de octubre del 2010, fecha en la cual se inició la segunda fase; II Fase: que comprendió la construcción del proyecto como tal (en marcha), y III Fase: que arrancó el 1 de julio de 2013 fecha en la cual el Operador inició las actividades de operación y administración del Hotel dirigida al público en general.

El hotel mantuvo un promedio de ocupación entre enero y diciembre del año 2014 del 46.43%.

Durante la vigencia de la Titularización, la Fiduciaria se obliga principalmente al desarrollo de las siguientes actividades:

- Durante la Fase I y la Fase II llevar la contabilidad del Fideicomiso, preparar la información financiera, y ponerlas a disposición de los respectivos destinatarios, en los términos exigidos por la Superintendencia de Compañías y demás normativas aplicables.

- Al finalizar la Fase II, reembolsar o restituir según corresponda, al Originador o a favor de quien éste designe, los activos monetarios remanentes del Fideicomiso. Para efectos de esta instrucción, por activos monetarios se entenderán todos los recursos dinerarios de propiedad del Fideicomiso que no hayan sido restituidos ni hayan sido necesarios ni se hallen provisionados para la construcción y puesta en marcha del Hotel y que no corresponda al fondo operativo inicial ni a los flujos VIC no repartidos.

- Durante la Fase III, delegar al Operador (GHL Hoteles) para que lleve la contabilidad de la operación del hotel. No obstante de lo anterior, la Fiduciaria mantendrá la Representación Legal del Fideicomiso.

- Distribuir entre los inversionistas, en proporción a sus respectivas inversiones, los derechos de participación reconocidos en los valores y que sean reconocidos por el Directorio.

- Realizar todos los actos y celebrar todos los contratos que considere necesarios para cumplimiento del objeto del Fideicomiso, de tal manera que no sea la falta de instrucciones expresas, las que impidan dicho cumplimiento.

Principales definiciones del Fideicomiso de Titularización .

El Prospecto de Oferta Pública de la Titularización “Hotel Ciudad del Río”, el cual puede ser descargado de las páginas web de las Bolsas de Valores, contiene las principales definiciones y características de éste tipo de Titularización, que viabilizaron el financiamiento del 94% del costo total del proyecto, entre las principales destacamos las siguientes:

- **ASAMBLEA:** Es la Asamblea de INVERSIONISTAS, cuyas atribuciones constan determinadas el contrato de fideicomiso.

- **AUDITORA EXTERNA:** Es la compañía debidamente autorizada que deberá analizar y auditar los estados financieros y cuentas del FIDEICOMISO, de conformidad con lo estipulado en el contrato de fideicomiso y las normas legales correspondientes. La AUDITORA EXTERNA será designada y podrá ser reemplazada según lo estipulado en el contrato.

- **BENEFICIARIOS:** (I) Es el ORIGINADOR durante la FASE I y la FASE II, en los términos y condiciones establecidos en el FIDEICOMISO; y, (ii) Son los INVERSIONISTAS durante la FASE III en los términos y condiciones establecidos en el FIDEICOMISO.

- **CALIFICADORA DE RIESGOS:** Es la compañía debidamente autorizada que realizará la calificación de riesgo de la TITULARIZACION, debiendo emitir el informe de calificación inicial y los informes de actualización de calificación según la periodicidad determinada en la legislación pertinente. La CALIFICADORA DE RIESGOS será designada y podrá ser reemplazada según lo estipulado en el presente contrato.

- **CAPITAL PREOPERATIVO:** Son los recursos por la suma de hasta un USD\$1,200,000 que: (i) Han sido invertidos por el ORIGINADOR hasta la fecha de constitución del fideicomiso; y/o, (ii) Serán invertidos por el ORIGINADOR desde la fecha de constitución del fideicomiso hasta la conclusión de la FASE I, directamente o a través de aportes a favor del FIDEICOMISO; en ambos casos a efectos de generar toda la información, documentación y logística necesarias para la TITULARIZACION.

- En caso de que sí se alcance el PUNTO DE EQUILIBRIO, el FIDEICOMISO deberá rembolsar o restituir, según corresponda, el CAPITAL PREOPERATIVO al ORIGINADOR o a favor de quien éste designe expresamente y por escrito, en el monto, términos y condiciones estipulados en el contrato, siempre y cuando los rubros en los que se utilizó dicho CAPITAL PREOPERATIVO se hallen presupuestados, se hallen contabilizados dentro del FIDEICOMISO y hayan sido verificados por parte del FISCALIZADOR.

- En caso de que no se alcance el PUNTO DE EQUILIBRIO, el FIDEICOMISO no tendrá nada que rembolsar o restituir al ORIGINADOR por concepto de CAPITAL PREOPERATIVO, y por lo tanto el ORIGINADOR no tendrá nada que reclamar en tal sentido al FIDEICOMISO.

- **CARTERA:** Es el conjunto de instrumentos de crédito (pagarés a la orden con vencimientos sucesivos u otros títulos de crédito aprobados por la JUNTA DEL FIDEICOMISO) que documenten las obligaciones económicas de ciertos INVERSIONISTAS a favor del FIDEICOMISO, en aquellos casos en que tales INVERSIONISTAS hayan solicitado al FIDEICOMISO, facilidades de pago del precio de compra de los VALORES.

- **COMITÉ DE VIGILANCIA:** Es el organismo cuya integración, obligaciones y atribuciones constan determinadas en el presente contrato.

- **CONTRATO DE OPERACIÓN HOTELERA o CONTRATO DE OPERACION:** Es el contrato celebrado entre el FIDEICOMISO y el OPERADOR HOTELERO. En virtud de este contrato, el OPERADOR HOTELERO asumirá la administración del HOTEL, por cuenta del FIDEICOMISO. Esta administración comprenderá entre otras actividades: (i) El mantenimiento, cuidado del HOTEL y de todo el mobiliario, equipamiento y dotación del mismo; (ii) La promoción del HOTEL; (iii) La realización de todos los pasos operativos vinculados a la operación hotelera; y, (v) Llevar un registro contable adecuado de la operación hotelera y administración que se le encarga, de tal manera que todos los ingresos y egresos originados en la operación hotelera correspondan a los rubros y partidas aprobadas en el presupuesto anual y puedan ser correcta y oportunamente registrados en los libros del FIDEICOMISO. Se aclara y deja expresa constancia de que en esta administración y en las referidas actividades, no se incluirá a los PARQUEOS ni al LOCAL con los cuales contará el PROYECTO.

- **CONSTRUCTOR(ES):** Es la firma o firmas que tendrán a su cargo las labores de construcción del PROYECTO, de acuerdo a los ESTUDIOS, en lo que corresponda. Los CONSTRUCTORES serán designados y podrán ser reemplazados según lo estipulado en el contrato, para cada una o para varias de las etapas constructivas del PROYECTO, esto es: (i) Mejoras del terreno; y, (ii) Cimentación, estructuras y albañilerías.

- **CRONOGRAMA DE AVANCE DE OBRA:** Es el cronograma detallado sobre el avance y desarrollo esperado del PROYECTO INMOBILIARIO hasta su conclusión.

EI CRONOGRAMA DE AVANCE DE OBRA será aprobado y modificado por la JUNTA DE FIDEICOMISO, según lo estipulado en el contrato.

- DERECHOS FIDUCIARIOS o DF'S: Son los derechos fiduciarios sobre el FIDEICOMISO ADMINISTRACION, que se hallan fincados sobre el TERRENO, y que otorgan a su titular la facultad de exigir al FIDEICOMISO ADMINISTRACIÓN la restitución del TERRENO.

- DIRECTORIO: Es el organismo compuesto por las personas designadas por la ASAMBLEA, cuya forma de integración, atribuciones y responsabilidades constan determinadas en el contrato.

- DOCUMENTACIÓN DE LA TITULARIZACION: Son el contrato de FIDEICOMISO y sus posteriores reformas de haberlas, el REGLAMENTO DE GESTION, el PROSPECTO, el INFORME DEL ESTRUCTURADOR FINANCIERO, los VALORES, y todos los demás informes, nombramientos, poderes, autorizaciones o resoluciones societarias, contratos, resoluciones administrativas otorgadas por autoridades competentes, y demás documentos que forman parte o han servido de base para el proceso de TITULARIZACION o son consecuencia del mismo.

- ESTUDIOS: Son todos los planos, diseños, estudios técnicos y de factibilidad económica, programación de obra, flujogramas, bases técnicas, y permisos que han sido contratados, elaborados u obtenidos hasta la presente fecha por el ORIGINADOR y/o que serán contratados, elaborados u obtenidos por el ORIGINADOR o el FIDEICOMISO durante la FASE I o FASE II, que son necesarios a efectos de desarrollar el PROYECTO INMOBILIARIO. La lista de los ESTUDIOS mínimos necesarios para desarrollar el PROYECTO INMOBILIARIO consta en el Anexo A del FIDEICOMISO.

•FASES: Son las fases en las cuales se desarrollará la TITULARIZACION, establecidas a fin de identificar y diferenciar debidamente las distintas instrucciones que la FIDUCIARIA debe ejecutar durante la vigencia del FIDEICOMISO; y, que en conjunto y sin distinción alguna entre ellas, son: FASE I, FASE II y FASE III, definidas a continuación:

•FASE I: Es la primera fase de la TITULARIZACION, que inicia en la fecha de constitución del fideicomiso y se extenderá hasta cuando la FIDUCIARIA determine si se ha alcanzado o no se ha alcanzado el PUNTO DE EQUILIBRIO, e incluirá adicionalmente las actividades a ejecutarse en caso de que la FIDUCIARIA haya declarado que NO se ha alcanzado el PUNTO DE EQUILIBRIO.

•FASE II: Es la segunda fase de la TITULARIZACION, que iniciará sólo en caso de que la FIDUCIARIA haya declarado que SI se ha alcanzado el PUNTO DE EQUILIBRIO y se extenderá hasta antes que el OPERADOR inicie las actividades de operación y administración del HOTEL dirigida al público en general.

•FASE III: Es la tercera fase de la TITULARIZACION, que iniciará sólo en caso de que se haya desarrollado íntegramente la FASE II, y que empezará a partir que el OPERADOR inicie las actividades de operación y administración del HOTEL dirigida al público en general, y se extenderá hasta cuando se verifique la terminación del FIDEICOMISO.

•FECHA DE EMISION: Es la fecha en que se realice la primera colocación de VALORES, la cual constará expresamente señalada en tales VALORES. Los VALORES que no se hayan colocado en la FECHA DE EMISION, quedarán en tesorería del FIDEICOMISO para posterior colocación.

•FIDEICOMISO o FIDEICOMISO DE TITULARIZACION: Es el patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica que se constituye como consecuencia

jurídica de la celebración del contrato, el que es representado legalmente por la FIDUCIARIA, y que para efectos de identificación se le denominará “Fideicomiso Hotel Ciudad del Río”.

- FIDEICOMISO ADMINISTRACION: Es el fideicomiso mercantil irrevocable denominado “Fideicomiso Administración Ciudad del Río”, cuya fiduciaria es la compañía Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, constituido mediante escritura pública otorgada ante el Notario Décimo Sexto del cantón Guayaquil, Doctor Rodolfo Pérez Pimentel, el 13 de febrero de 2009.

- FIDEICOMISO GARANTIA: Es el fideicomiso mercantil irrevocable denominado “Fideicomiso Garantía Hotel Ciudad del Río”, a ser constituido a favor del FIDEICOMISO DE TITULARIZACION, cuya fiduciaria será la compañía Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, y en virtud del cual: (i) Se garantizan obligaciones económicas de dar asumidas por aquellos INVERSIONISTAS que hayan solicitado al FIDEICOMISO DE TITULARIZACION, facilidades de pago del precio de compraventa de los VALORES; (ii) Se garantizan obligaciones económicas de dar asumidas por aquellos INVERSIONISTAS que hayan solicitado financiamiento a través de tarjetas de crédito para el pago del precio de compraventa de los VALORES al FIDEICOMISO DE TITULARIZACION; (iii) Se garantizan obligaciones de hacer asumidas por los PROVEEDORES INVERSIONISTAS a favor del FIDEICOMISO TITULARIZACION en virtud de los respectivos Convenios o Cláusulas de Canje; y, (iv) Se garantizan obligaciones económicas de dar asumidas por el ORIGINADOR en virtud de la adquisición de VALORES establecida en el contrato. Al efecto, los INVERSIONISTAS, los PROVEEDORES INVERSIONISTAS y el ORIGINADOR suscribirán sendos convenios de adhesión al FIDEICOMISO GARANTIA, a través de los cuales

aportarán a dicho patrimonio autónomo los VALORES que hayan adquirido del FIDEICOMISO DE TITULARIZACION, a fin de garantizar con los mismos las obligaciones que a cada uno de ellos les sean aplicables, conforme los respectivos convenios o cláusulas que se suscriban.

- **FIDUCIARIA o AGENTE DE MANEJO:** Es la compañía Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, la cual se halla legalmente facultada para actuar como fiduciaria de negocios fiduciarios en general y agente de manejo de procesos de titularización.

- **FISCALIZADOR:** Es la firma que tendrá a su cargo las labores de control y fiscalización de la calidad, cantidad y avance oportuno de obra y prestación de servicios de los CONSTRUCTORES en lo referente a la construcción del HOTEL, y del GERENTE DE PROYECTO en lo referente al equipamiento del HOTEL, así como de todos los demás proveedores de la construcción y equipamiento del HOTEL, a cuyo efecto deberá guiarse por la información contenida en los ESTUDIOS y el PRESUPUESTO TOTAL. El FISCALIZADOR será designado y podrá ser reemplazado según lo estipulado en el contrato.

- **FLUJOS DE OPERACIÓN o FLUJOS:** Son los ingresos que se proyecta se generarán a futuro, durante la FASE III, por efectos de la operación del HOTEL por parte del OPERADOR. Con cargo a tales FLUJOS DE OPERACIÓN se aplicarán todos los costos, gastos, pasivos, depreciaciones y provisiones necesarios para la adecuada operación del HOTEL. Salvo decisión en sentido contrario del DIRECTORIO, el resultado y/o remanente de cada ejercicio anual será distribuido entre los INVERSIONISTAS, según lo estipulado en el contrato. Se deja expresa constancia que todos los ingresos que el HOTEL sea capaz de generar: (i) Serán de exclusiva y automática propiedad del FIDEICOMISO; y, (ii) Tan pronto se generen,

ingresarán al patrimonio del FIDEICOMISO. Expresamente se aclara que ni el ORIGINADOR, ni el OPERADOR, ni el GERENTE DE PROYECTO, ni la FIDUCIARIA, ni el FIDEICOMISO, de manera individual, conjunta o solidaria, aseguran o garantizan la generación de los FLUJOS DE OPERACION. Se aclara y deja expresa constancia que los FLUJOS OPERACIÓN, no incluyen a los FLUJOS PARQUEOS, ni a los FLUJOS LOCAL, ni cualquier otro flujo o ingreso que correspondan o sean generados por los PARQUEOS o el LOCAL.

- FLUJOS PARQUEOS: Son los ingresos que se proyecta se generarán a futuro favor del FIDEICOMISO, durante la FASE I y la FASE II, por efectos del pago a del precio de venta de los PARQUEOS con los cuales contará el PROYECTO. Los FLUJOS PARQUEOS serán destinados, conjuntamente con los FLUJOS LOCAL y el producto de colocación de los VALORES, al desarrollo y ejecución del PROYECTO y cumplimiento de del objeto e instrucciones irrevocables establecidas en el contrato. Expresamente se aclara que ni el ORIGINADOR, ni el OPERADOR, ni el GERENTE DE PROYECTO, ni la FIDUCIARIA, ni el FIDEICOMISO, de manera individual, conjunta o solidaria, aseguran o garantizan la generación de los FLUJOS PARQUEOS.

- FLUJOS LOCAL: Son los ingresos que se proyecta se generarán a futuro a favor del FIDEICOMISO, durante la FASE I y la FASE II, por efectos del pago del precio de venta del LOCAL con el cual contará el PROYECTO. Los FLUJOS LOCAL serán destinados, conjuntamente con los FLUJOS PARQUEOS y el producto de colocación de los VALORES, al desarrollo y ejecución del PROYECTO y cumplimiento del objeto e instrucciones irrevocables establecidas en el contrato. Expresamente se aclara que ni el ORIGINADOR, ni el OPERADOR, ni el GERENTE

DE PROYECTO, ni la FIDUCIARIA, ni el FIDEICOMISO, de manera individual, conjunta o solidaria, aseguran o garantizan la generación de los FLUJOS LOCAL.

- **FONDO OPERATIVO INICIAL:** Es un fondo que se formará con recursos líquidos dentro del FIDEICOMISO, por la suma de hasta USD\$200,000. El FONDO OPERATIVO INICIAL se formará por una sola vez, con cargo a los recursos invertidos por los INVERSIONISTAS, es decir con cargo al MONTO A EMITIR y/o FLUJOS PARQUEOS y/o FLUJOS LOCAL. El FONDO OPERATIVO INICIAL se formará durante la FASE II de acuerdo a lo que al respecto disponga la JUNTA DEL FIDEICOMISO, y deberá quedar totalmente integrado hasta antes de que la FIDUCIARIA, en representación del FIDEICOMISO, suscriba las respectivas Actas de Entrega – Recepción Provisionales del PROYECTO. La forma en la que se integrará el FONDO OPERATIVO INICIAL será definida por la JUNTA DE FIDEICOMISO. El FONDO OPERATIVO INICIAL tendrá como finalidad cubrir los costos y gastos en que deba incurrirse durante el periodo de preoperación del HOTEL. Los costos y gastos antes referidos serán parte del PRESUPUESTO TOTAL. Una vez conformado dicho fondo y una vez iniciado el periodo de preoperación del HOTEL, el referido valor será administrado directamente por el OPERADOR, y con cargo al mismo se realizarán los pagos a los distintos proveedores de bienes y servicios, hasta su monto máximo.

- **GERENTE DE PROYECTO:** Es la compañía Promotores Inmobiliarios S.A. Pronobis, sociedad debidamente organizada y existente de conformidad con las leyes de la República del Ecuador, o aquella persona natural o jurídica designada por la JUNTA DEL FIDEICOMISO para ejecutar la Gerencia de Proyecto del PROYECTO INMOBILIARIO en el caso de que no se llegue a suscribir el contrato con la indicada compañía o el mismo se dé por terminado por cualquier razón o

circunstancia de conformidad con lo estipulado en el presente contrato. El GERENTE DE PROYECTO es quien tiene a su cargo las obligaciones y derechos estipulados en el respectivo Contrato de Gerencia de Proyecto, que deberá suscribir con el FIDEICOMISO conforme se estipula en el contrato.

- HOTEL: De alcanzarse el PUNTO DE EQUILIBRIO, será el HOTEL que, a futuro, se proyecta: (i) Construir sobre el TERRENO y equipar, de acuerdo a las características generales del PROYECTO señaladas en el Anexo C del FIDEICOMISO; y, (ii) Operar y administrar con el fin de obtener los FLUJOS DE OPERACIÓN, a través del OPERADOR. El Anexo C podrá ser modificado durante la FASE I y FASE II previa aprobación de la JUNTA DEL FIDEICOMISO, siempre y cuando dichas modificaciones no afecten el PRESUPUESTO TOTAL en más o menos 5% de su valor total, caso contrario deberá procederse conforme lo estipulado en la cláusula vigésima tercera del contrato.

- Originalmente el HOTEL operará bajo la franquicia Wyndham y con el nombre de “Hotel Wyndham Guayaquil”, o bajo cualquier otra franquicia de iguales o mayores características que deberá ser proporcionada por el OPERADOR HOTELERO de acuerdo al CONTRATO DE OPERACIÓN y/o cualquier otra denominación que sea aprobada por la JUNTA DEL FIDEICOMISO durante la FASE I o FASE II o el DIRECTORIO durante la FASE III, que no se oponga a la referida franquicia y pueda ser utilizada con la misma. Se entenderá que la palabra “HOTEL” NO incluye a los PARQUEOS ni al LOCAL.

- INDICE DE DESVIACIÓN: Según los cálculos efectuados por el Estructurador Financiero (Casa de Valores ADVFIN S.A.) de la TITULARIZACION, el INDICE DE DESVIACION es del 6.12%. El INDICE DE DESVIACION muestra la probabilidad de que los FLUJOS DE OPERACION no se generen conforme a las proyecciones

realizadas por el Estructurador Financiero de la TITULARIZACION. Tales cálculos y proyecciones constan del INFORME DEL ESTRUCTURADOR FINANCIERO.

- **INFORME DEL ESTRUCTURADOR FINANCIERO:** Es el informe elaborado por Casa de Valores ADVFIN S.A., quien fue contratado por el ORIGINADOR, el mismo que se adjunta al presente instrumento como Anexo F. Dicho informe contiene el estudio técnico – económico, evaluaciones, proyecciones y análisis estadísticos que sustentan la viabilidad de la presente TITULARIZACION, la factibilidad del PROYECTO y de la generación de los FLUJOS proyectados, así como la programación y presupuesto de obra del PROYECTO.

- **INVERSIONISTA(S):** Son el o los titulares de los VALORES emitidos como consecuencia del proceso de TITULARIZACION. En caso de que una persona haya dispuesto de todos sus VALORES dejará de ostentar la calidad de INVERSIONISTA. Se aclara que tanto los PROVEEDORES INVERSIONISTAS como el ORIGINADOR, mientras éstos sean titulares de VALORES, serán también considerados como INVERSIONISTAS.

- **JUNTA DE FIDEICOMISO:** Es el organismo cuya forma de integración, atribuciones y responsabilidades constan determinadas en la cláusula duodécima del FIDEICOMISO.

- **LOCAL:** De alcanzarse el PUNTO DE EQUILIBRIO, será el LOCAL que, a futuro, se proyecta: (i) construir sobre el TERRENO y equipar, de acuerdo a las características generales del PROYECTO señaladas en el Anexo C del FIDEICOMISO, el cual deberá constituir una unidad inmobiliaria separada e independiente del HOTEL y los PARQUEOS, con alícuota propia y con una superficie total y aproximada de 656 m², ubicado en la planta baja del PROYECTO, y en el cual podrá funcionar un casino o cualquier otro negocio permitido por las

normas legales y reglamentarias pertinentes y el correspondiente Reglamento de Copropietarios del PROYECTO; y, (ii) Vender a terceras personas de acuerdo a lo determinado en el contrato. El Anexo C podrá ser modificado durante la FASE I y FASE II previa aprobación de la JUNTA DEL FIDEICOMISO, siempre y cuando dichas modificaciones no afecten el PRESUPUESTO TOTAL en más o menos 5% de su valor total, caso contrario deberá procederse conforme lo estipulado en la cláusula 23ra del contrato.

•MECANISMOS DE GARANTIA: Son: (i) La FIANZA; y, (ii) La COMPENSACION.

Dada la naturaleza de esta TITULARIZACION de un PROYECTO INMOBILIARIO, los MECANISMOS DE GARANTÍA son: (i) La FIANZA; (ii) La COMPENSACION; los cuales se describen en detalle en los siguientes numerales de esta misma cláusula.

•FIANZA: Este MECANISMO DE GARANTIA consiste en una cobertura de hasta un máximo de 2.25 veces el INDICE DE DESVIACION calculado sobre el PRESUPUESTO TOTAL. Si durante la construcción y equipamiento del PROYECTO se determina que el PRESUPUESTO TOTAL preparado por el ORIGINADOR es insuficiente debido a un incremento en los costos de construcción o equipamiento del PROYECTO o al aparecimiento de rubros no presupuestados originalmente pero indispensables para la terminación de la construcción y equipamiento del PROYECTO, a sola petición por escrito de la FIDUCIARIA, sustentada en informes de un perito designado por la FIDUCIARIA y del FISCALIZADOR, el ORIGINADOR estará obligado a aportar a favor del FIDEICOMISO, recursos en efectivo adicionales que permitan cubrir el incremento en los costos de construcción y equipamiento del PROYECTO o el aparecimiento de rubros no presupuestados originalmente pero

indispensables para la terminación de la construcción y equipamiento del PROYECTO, hasta un máximo 2.25 veces el INDICE DE DESVIACION calculado sobre el PRESUPUESTO TOTAL. Adicionalmente, se aclara que la aplicación de este MECANISMO DE GARANTIA, en ningún caso podrá exceder de 2.25 veces el INDICE DE DESVIACION calculado sobre el PRESUPUESTO TOTAL, por lo que no podrá considerarse ni requerirse más recursos al ORIGINADOR aun cuando hubiere existido una desviación mayor en los costos de construcción o equipamiento del PROYECTO. La obligación del ORIGINADOR de proveer de recursos al FIDEICOMISO en virtud de este MECANISMO DE GARANTIA, deberá cumplirse dentro de los 30 días calendario posteriores a la fecha en que la FIDUCIARIA así lo haya solicitado al ORIGINADOR, mediante simple carta a la que adjunte los informes del perito y del FISCALIZADOR. La petición de recursos de parte de la FIDUCIARIA dirigida al ORIGINADOR, deberá estar acompañada de un informe pericial, así como de un informe del FISCALIZADOR que sustente la petición. Expresamente se destaca que la garantía conferida por el ORIGINADOR a favor del FIDEICOMISO se limita "única y exclusivamente" a la provisión de los recursos que sean necesarios para cubrir el incremento en los costos de construcción o equipamiento del PROYECTO o al apareamiento de rubros no presupuestados originalmente pero indispensables para terminar la construcción o para el equipamiento total del PROYECTO, según corresponda, hasta un máximo de 2.25 veces el INDICE DE DESVIACION calculado sobre el PRESUPUESTO TOTAL. Al efecto el ORIGINADOR se constituye, a través del presente instrumento, en fiador y garante solidario del FIDEICOMISO, con el fin de garantizar el pago de cualquier obligación, sea cual fuere su naturaleza, de plazo pendiente o plazo vencido, directa o indirecta, pasada, presente o futura, que el FIDEICOMISO individual o

conjuntamente haya contraído o contraiga en el futuro a favor de cualquier tercero para el desarrollo de la construcción y equipamiento del PROYECTO durante las FASES I y II del FIDEICOMISO, hasta por una suma equivalente a 2.25 veces el INDICE DE DESVIACION calculado sobre el PRESUPUESTO TOTAL. En tal sentido, el ORIGINADOR renuncia a los beneficios de domicilio, orden o excusión y división de bienes. Se deja expresa constancia de que esta fianza y garantía solidaria se declarará automáticamente y de pleno de derecho extinguida, en el evento de que la FIDUCIARIA llegue a certificar que no se ha alcanzado el PUNTO DE EQUILIBRIO o en el evento de que se dé inicio a la FASE III de este FIDEICOMISO. Para mayor claridad, se deja expresa constancia de que queda excluido de la garantía conferida por el ORIGINADOR a favor del FIDEICOMISO, cualquier necesidad de recursos durante la FASE III de esta TITULARIZACION. En caso de que el FIDEICOMISO requiera de recursos adicionales debido a: (i) El incremento en los costos de construcción o equipamiento del PROYECTO por encima del techo establecido en la FIANZA; o, (ii) Al aparecimiento de rubros no presupuestados originalmente pero indispensables para la terminación de la construcción o equipamiento del PROYECTO por encima del techo establecido en la FIANZA; o, (iii) Cualquier necesidad durante la FASE III de esta TITULARIZACION; la FIDUCIARIA deberá convocar a una ASAMBLEA de INVERSIONISTAS, que conozca y resuelva lo que considere más oportuno. Se aclara que ni el FIDEICOMISO, ni la FIDUCIARIA, ni el ORIGINADOR, ni el OPERADOR, ni el GERENTE DE PROYECTO garantizan ni ofrecen beneficios ni rendimientos ni rentabilidad alguna para los VALORES provenientes de esta TITULARIZACION. Como contrapartida del compromiso asumido por el ORIGINADOR en virtud del MECANISMO DE GARANTIA, en caso de que a la conclusión de la FASE II existan

activos monetarios remanentes, la FIDUCIARIA procederá conforme consta del numeral 7.2.17.4) de la cláusula séptima del FIDEICOMISO.

- **COMPENSACION:** Este MECANISMO DE GARANTIA consiste en el hecho que el ORIGINADOR autoriza e instruye expresa e irrevocablemente al FIDEICOMISO, a través del contrato, para que los siguientes valores, sean destinados e imputados al pago del precio de los VALORES que lleguen a ser adquiridos por el ORIGINADOR de conformidad con lo estipulado en el numeral 7.1.15) de la cláusula séptima del FIDEICOMISO: El 51.60% de cualquier pago que el FIDEICOMISO deba realizarse a favor del ORIGINADOR por concepto de la cancelación de los honorarios pactados en el contrato de Gerencia de Proyecto referido en el numeral 7.1.6) de la cláusula séptima del FIDEICOMISO, y hasta la suma total de USD\$3,300,000. La diferencia será entregada por el FIDEICOMISO al ORIGINADOR en las correspondientes fechas de pago pactadas en el contrato.

- **MONTO A EMITIR o MONTO TOTAL DE LA TITULARIZACION:** Es la suma de hasta USD\$24,000,000.

- **OPERADOR HOTELERO u OPERADOR:** Es la compañía Operadora Internacional Hotelera S.A. Operinter, sociedad debidamente organizada y existente de conformidad con las leyes de la República del Ecuador; o, aquella sociedad que sea designada en reemplazo de la anterior, por: (i) La JUNTA DEL FIDEICOMISO durante la FASE II, en los casos, términos y condiciones establecidos en el contrato; o, (ii) La ASAMBLEA durante la FASE III, en los casos, términos y condiciones establecidos en el contrato. El OPERADOR HOTELERO tendrá a su cargo, por cuenta del FIDEICOMISO, la administración y operación profesional y especializada del HOTEL. Se deja expresa estipulación que no se incluirá a los PARQUEOS y al LOCAL dentro de la administración del OPERADOR.

- **ORIGINADOR o CONSTITUYENTE:** Es la compañía Promotores Inmobiliarios Pronobis S.A., sociedad debidamente existente de conformidad con las leyes de la República del Ecuador.

- **PARQUEOS:** De alcanzarse el PUNTO DE EQUILIBRIO, serán todos los parqueos que, a excepción de los parqueos comunales, se proyecta: (i) construir sobre el TERRENO, de acuerdo a las características generales del PROYECTO señaladas en el Anexo C del FIDEICOMISO, los cuales deberán constituir unidades inmobiliarias separadas e independientes del HOTEL y el LOCAL, con alícuotas propias ubicados en los subsuelos del PROYECTO, y a los cuales se podrá dar el destino permitido por las normas legales y reglamentarias pertinentes y el correspondiente Reglamento de Copropietarios del PROYECTO, hallándose el comprador de los mismos facultado para arrendarlos, concesionarlos, gravarlos, venderlos o enajenarlos a cualquier título o permitir su utilización por parte de terceros de forma gratuita u onerosa. El Anexo C podrá ser modificado durante la FASE I y FASE II previa aprobación de la JUNTA DEL FIDEICOMISO, siempre y cuando dichas modificaciones no afecten el PRESUPUESTO TOTAL en más o menos 5% de su valor total, caso contrario deberá procederse conforme lo estipulado en la cláusula vigésima tercera del contrato.

- **PRESUPUESTO o PRESUPUESTO TOTAL:** Es el presupuesto para la construcción, equipamiento y capital de arranque del PROYECTO, el cual que se adjunta al contrato como Anexo D y que ha sido elaborado por el ORIGINADOR directamente o a través de terceros contratados para el efecto.

- **PROSPECTO:** Es el prospecto de oferta pública de la TITULARIZACION, el cual contiene la información requerida por las normas legales y reglamentarias aplicables.

•**PROVEEDORES INVERSIONISTAS:** Son los proveedores de bienes y/o servicios necesarios para el desarrollo del Proyecto Inmobiliario, en los siguientes casos: (i) Quienes, con anterioridad a la fecha de constitución del fideicomiso, hayan sido seleccionados por el ORIGINADOR, y con quienes se haya acordado canjear tales bienes y/o servicios, total o parcialmente, a cambio de valores, en los términos y condiciones acordados expresamente y por escrito con el Originador; y, (ii) Quienes, a partir de la fecha de constitución del fideicomiso, serán seleccionados por el Gerente de Proyecto, y con quienes se acordará canjear tales bienes y/o servicios, total o parcialmente, a cambio de valores, en los términos y condiciones a ser acordados expresamente y por escrito entre el respectivo proveedor y el Gerente del Proyecto previa aprobación de la Junta de Fideicomiso. La colocación de tales valores podrá estar dirigida y hacerse a través de cualquiera de los mecanismos establecidos en la normativa vigente (legal, reglamentaria y de autorregulación). En caso de que un Proveedor Inversionista haya dispuesto de todos sus VALORES dejará de ostentar la calidad de INVERSIONISTA.

•**PROYECTO INMOBILIARIO o PROYECTO:** De alcanzarse el punto de equilibrio, el proyecto inmobiliario consistirá: (i) En la construcción y equipamiento del hotel, los parqueos y el local, conforme las características señaladas en el Anexo C del fideicomiso; y, (ii) En la administración y operación del hotel a través del operador, sometiéndose a los parámetros generales aprobados anualmente por el directorio. El Anexo C podrá ser modificado durante la FASE I y FASE II previa aprobación de la junta del fideicomiso, siempre y cuando dichas modificaciones no afecten el presupuesto total en más o menos 5% de su valor total, caso contrario deberá procederse conforme lo estipulado en la cláusula 23ra del contrato.

• **PUNTO DE EQUILIBRIO:** Es el conjunto de condiciones estipuladas la cláusula sexta del contrato. En caso de que la FIDUCIARIA declare que SI se ha alcanzado el PUNTO DE EQUILIBRIO, se procederá con el desarrollo del PROYECTO INMOBILIARIO conforme lo estipulado en el contrato.

• **REGLAMENTO DE GESTION:** Es el instrumento en el cual se establecen las normas e información complementaria a ser aplicados por la FIDUCIARIA para la presente TITULARIZACION, y que se adjunta al contrato como Anexo B.

• **TERRENO:** Es el Solar, parroquia Tarqui, cantón y ciudad de Guayaquil, provincia del Guayas, con el código catastral número, matrícula inmobiliaria número, de aproximadamente m². El terreno tiene la historia de dominio, superficie, linderos y dimensiones que constan en los documentos que conforman el Anexo E del fideicomiso. Según los términos y condiciones de esta TITULARIZACION, para que la FIDUCIARIA pueda declarar alcanzado el PUNTO DE EQUILIBRIO, será necesario, entre otros aspectos, que el TERRENO sea de propiedad absoluta del FIDEICOMISO ADMINISTRACION.

• **TITULARIZACION:** Es el presente proceso, mediante el cual se emitirán los valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo al fideicomiso en su calidad de patrimonio autónomo.

• **VALOR(ES) o VTPs:** Son “Valores de Titularización de Participación” en virtud de los cuales los INVERSIONISTAS adquieren una alícuota en el FIDEICOMISO DE TITULARIZACION, a prorrata de su inversión, con lo cual participarán de los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje esta TITULARIZACION durante la FASE III. Los VALORES estarán representados en títulos nominativos emitidos a nombre de los INVERSIONISTAS. Dada la naturaleza de esta TITULARIZACION y de los VALORES, la inversión en esta TITULARIZACION no asegura ni ofrece una

tasa de interés (ni fija ni reajutable), sino por el contrario se trata de una INVERSION DE RENTA VARIABLE basada única y exclusivamente en la proyección de la generación de FLUJOS DE OPERACION futuros provenientes de la operación y administración del HOTEL a través del OPERADOR. En tal sentido, los VALORES NO constituyen pasivos ni contingentes del FIDEICOMISO, ni de la FIDUCIARIA, ni del ORIGINADOR, ni el OPERADOR, ni del GERENTE DE PROYECTO. De producirse situaciones que impidan la generación proyectada de los FLUJOS DE OPERACION y, una vez agotados los recursos del FIDEICOMISO, los INVERSIONISTAS deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

Cada uno de los VALORES tendrá un valor nominal de USD\$5,000. En tal sentido, únicamente se emitirán USD\$4,800 VALORES. Cada título podrá contener uno o más VALORES, pero siempre en montos de USD\$5,000 o múltiplos de USD\$5,000. Un VALOR no será susceptible de división ni fraccionamiento. Los títulos que contengan varios VALORES, si podrán ser susceptibles de división o fraccionamiento, pero manteniendo el USD\$5,000 o múltiplo de USD\$5,000. Para efectos de identificación bursátil y comercial, los VALORES se denominarán "VTP – HOTEL CIUDAD DEL RIO". Ni el FIDEICOMISO, ni la FIDUCIARIA, ni el ORIGINADOR, ni los OPERADORES, ni el GERENTE DE PROYECTO garantizan, ni aseguran, ni ofrecen beneficios, ni rendimientos, ni rentabilidad alguna para los VALORES provenientes de esta TITULARIZACION.

Como se indicó previamente, éste proceso de titularización fue todo un éxito y a partir de mediados del 2013, el Hotel comenzó a atender al público en general y desde el 2014 presenta una tendencia creciente en la tasa de ocupación, esperándose que en el 2015 comience a generar las utilidades esperadas.

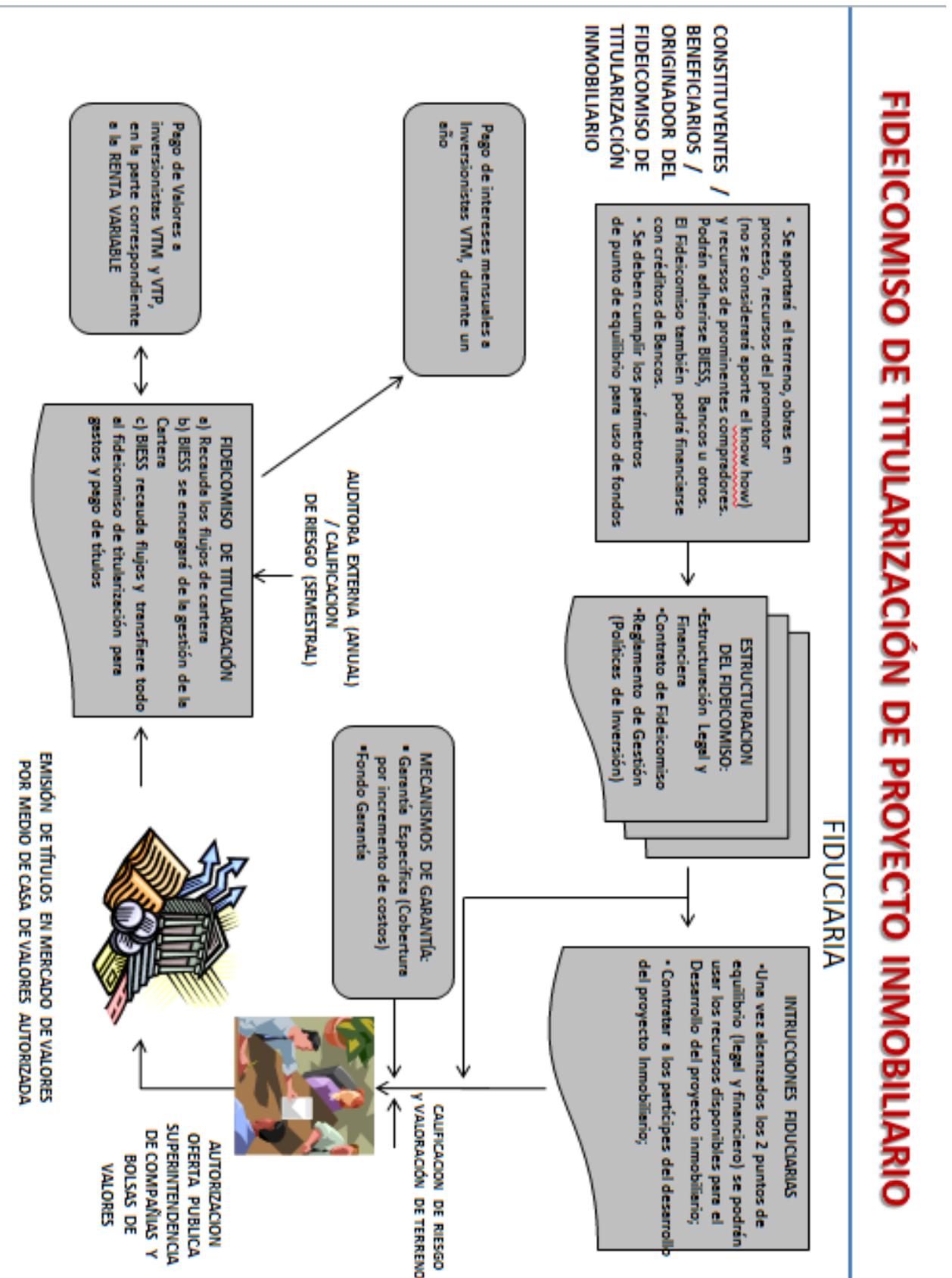
Experimento: Titularización de Proyecto Inmobiliario

El proceso de Titularización de un Proyecto Inmobiliario, tiene como objetivos, los siguientes:

- Obtener recursos a través de la venta de Títulos Mixtos y de Participación, por parte de potenciales inversionistas institucionales (IESS, CFN, ISSPOL, IFIS, Fondos de Inversión, etc.) y de inversionistas privados (Instituciones Financieras, empresas y personas naturales), de tal manera que abre la posibilidad de invertir a los diferentes agentes de la economía;
- Lograr el 100% de Financiamiento de la construcción de las viviendas levantadas sobre los terrenos aportados al Fideicomiso;
- Permitir que el dueño del terreno, al aportar el terreno al Fideicomiso de Titularización Inmobiliario, obtenga una participación del mismo, de tal manera que obtenga una rentabilidad adicional a la que hubiera recibido por la venta del terreno. Esta rentabilidad, la obtendría a la liquidación del Fideicomiso de Titularización;
- Que se construyan y entreguen las viviendas a los promitentes compradores, que hayan realizado los pagos totales de sus viviendas, al tener fondos suficientes desde el inicio del proyecto para financiar: a) el 100% de urbanización del terreno, y b) hasta el 25% del costo de construcción de las villas a entregar;
- Potencialmente, ampliar la base de inversionistas (IESS, CFN, ISSPOL, IFIS, Fondos de Inversión, etc.)

Para realizar el proceso de Titularización, se deben llevar a cabo varias actividades, las cuales se pueden resumir en el siguiente esquema:

Esquema del Proceso de Titularización.



Constitución del Fideicomiso.

- El Fideicomiso será constituido inicialmente por el terreno, obras en proceso, recursos del promotor (no se considerará aporte conocimientos técnicos) y recursos de los prominentes compradores. Posteriormente podrán adherirse otros constituyentes por ej. BIESS, Bancos, personas naturales u otros. El Fideicomiso también podrá financiarse con créditos de Bancos.

- El aporte de cada constituyente representará DERECHOS FIDUCIARIOS para cada beneficiario.

- Los beneficiarios de renta variable de los VTM y VTP, a la liquidación del Fideicomiso, recibirán las utilidades del mismo de acuerdo al porcentaje respectivo correspondiente a su aporte (derechos fiduciarios).

Principales instrucciones Fiduciarias.

- Realizar la contratación de: Casa de Valores (Estructurador Financiero y Colocador de los títulos a emitirse), Estructurador Legal (en caso de la Fiduciaria que no cuente con especialista propio), Calificadora de Riesgo, Auditor Externo, Promotor, Constructor y Fiscalizador; y obtener la aprobación de la Oferta Pública, por parte de la Superintendencia de Compañías.

- Suscribir la promesa de compraventa y/o compraventa e instrumentarlos por escritura pública insertando en su contenido la enunciación clara y precisa de las obligaciones y derechos de las partes, a efectos de poder exigir su cumplimiento. La Fiduciaria deberá incluir en tales contratos una cláusula en la que los promitentes compradores y/o compradores se obliguen a pagar directamente al fideicomiso, el valor proveniente de tal negociación.

- Recibir directamente los recursos para financiar el desarrollo del proyecto.

- Advertir de manera expresa y en forma destacada en los programas de difusión, campañas publicitarias y la papelería que se utilice para promocionar los proyectos inmobiliarios, que éstos se desarrollarán a través de un fideicomiso mercantil representado por una fiduciaria.

Punto de Equilibrio.

Para empezar a usar los recursos del Fideicomiso, se deberán cumplir las siguientes condiciones como punto de equilibrio:

- Acreditar el perfeccionamiento de la transferencia de dominio del(los) bien(es) inmuebles al fideicomiso, mediante la inscripción en el Registro de la Propiedad.

- Que sobre el inmueble no pese orden judicial o administrativa de prohibición de enajenar ni gravamen o limitación al dominio.

- Que los constructores y/o promotores acrediten experiencia, solvencia, capacidad técnica, administrativa y financiera acorde a la magnitud del proyecto.

- Que se hayan obtenido las aprobaciones, autorizaciones y permisos pertinentes para la construcción y desarrollo de la obra, de acuerdo a los requerimientos establecidos en la ley y demás normas aplicables.

- Que los constructores y/o promotores presenten el estudio de factibilidad, que deberá contener como mínimo los estudios de mercado, técnico y financiero que soporten la viabilidad técnica, financiera, ambiental y socio-económica del proyecto. Adicionalmente, deberán presentar el presupuesto y cronograma de la obra que incluya el tiempo estimado de ejecución de la misma, y en caso de ser por etapas se incluirá el presupuesto y cronograma por etapas.

- Que los inversionistas hayan adquirido el 100% de los títulos emitidos.

- Que la ocurrencia del punto de equilibrio sea dentro del plazo establecido en el contrato, el cual podrá ser prorrogado por una sola vez.

Prohibiciones de la Fiduciaria.

- Invitar al público a participar en proyectos inmobiliarios y recibir dinero de éste sin que cuente con las aprobaciones y autorizaciones previas de las autoridades competentes de acuerdo con los requerimientos establecidos en la ley y demás normas secundarias aplicables.

- Suscribir promesas de compraventa respecto de bienes que han sido prometidos en venta a otros promitentes compradores.

- Destinar el dinero recibido de promitentes compradores participantes de una etapa de un proyecto inmobiliario a otra etapa del mismo proyecto, o a otros proyectos inmobiliarios, así como distraerlo para fines distintos al objeto específico para el cual fueron entregados.

Beneficios para el Originador (dueño de terreno).

- Se recibirá la inversión preoperativa, y realizar la construcción del 100% proyecto una vez alcanzado el punto de equilibrio;

- Se asegura que a la venta de las unidades, recibirá la utilidad del proyecto;

- Se obtienen mayores rendimientos por ahorros de costos financieros;

- Mínima o nula dependencia de la banca.

Beneficio para los Inversionistas de la Titularización.

- Rendimiento del título superior a la Tasa Pasiva Referencial del BCE;

- Puede recibir además de los ingresos por intereses de los títulos, un rendimiento adicional generado por las inversiones temporales del fideicomiso.

- La garantía de su inversión es el 100% del proyecto y los flujos de las ventas.

- Exención tributaria en rendimiento por intereses y en Impuesto a la salida de Divisas (ISD), si la amortización del capital es después de 360 días.

- Potencial descuento en compra de unidades del proyecto.

Para la realización de éste proceso de Titularización, las definiciones detalladas en el Estudio de Caso, deben orientar la elaboración del contrato de fideicomiso, para lo cual se requiere contratar a un Estructurador Legal con amplia experiencia en temas fiduciarios, que en el caso de estudio fue PROFILEGAL S.A., cuyo principal accionista y funcionario es el Dr. Juan Carlos Peralvo, quien ha desarrollado las 3 titularizaciones mencionadas previamente, además de la mayor parte de los otros tipos de titularizaciones que se han emitido en el mercado ecuatoriano y es un importante referente en la legislación fiduciaria.

El Estructurador Financiero y la Calificadora de Riesgos, deberán tomar como referencia toda esta terminología para los escenarios a ser evaluados en la proyección de flujo de caja de la Titularización.

Estructuración legal de la Titularización.

Teniendo presente lo anterior, el contrato de fideicomiso de la Titularización de Proyecto Inmobiliario que planteamos en nuestro trabajo, incluirá la mayor parte de las definiciones de nuestro caso de estudio, eliminando las que no aplican y agregando las que hemos considerado relevantes para un proyecto inmobiliario:

- ASAMBLEA.
- AUDITORA EXTERNA.
- BENEFICIARIO A: Es el dueño del terreno aportado al fideicomiso, el cual recibirá la rentabilidad del proyecto, por medio de su participación en el SEGMENTO DE RENTA VARIABLE de los valores, a la entrega de todo el proyecto inmobiliario.
- BENEFICIARIOS B: Son los INVERSIONISTAS, del SEGMENTO DE RENTA FIJA y VARIABLE de los VALORES, en los términos y condiciones estipulados en el contrato.

- CALIFICADORA DE RIESGOS

- CAPITAL PREOPERATIVO

- CARTERA: Es el conjunto de instrumentos de crédito que documentan las obligaciones económicas de los CLIENTES a favor del FIDEICOMISO, a efectos de adquirir sus respectivos INMUEBLES.

- CLIENTES: Son las personas, naturales o jurídicas, que asumen obligaciones económicas ante el FIDEICOMISO, a efectos de adquirir sus respectivos INMUEBLES.

- COBERTURA POR INCREMENTO DE COSTOS: Es uno de los MECANISMOS DE GARANTIA de la presente TITULARIZACION. La COBERTURA POR INCREMENTO DE COSTOS constituye una garantía específica en los términos del Art. 150 de la Ley de Mercado de Valores. La COBERTURA POR INCREMENTO DE COSTOS operará si durante la construcción y desarrollo del PROYECTO INMOBILIARIO, se determina que el PRESUPUESTO DE CONSTRUCCION preparado por el CONSTRUCTOR es insuficiente debido a un incremento en los costos de construcción del PROYECTO INMOBILIARIO, en cuyo caso, a sola petición por escrito de la FIDUCIARIA (sustentada en informes de un perito y del FISCALIZADOR), el CONSTRUCTOR estará obligado a aportar a favor del FIDEICOMISO, recursos dinerarios, libres y disponibles, hasta por un monto máximo y acumulado de US\$XXX,XXX (equivalente a 2.5 veces el índice de desviación), que permitan cubrir, al máximo posible, el incremento en los costos de construcción del PROYECTO INMOBILIARIO por tal concepto exclusivamente.

- COMITÉ DE VIGILANCIA.

- CONSTRUCTOR Es la firma que tendrá a su cargo las obras de construcción y desarrollo del PROYECTO INMOBILIARIO, a cuyo efecto deberá

aplicar y seguir la información contenida en los ESTUDIOS, en lo que corresponda. Los derechos y obligaciones del CONSTRUCTOR constarán estipulados en el respectivo Contrato de Construcción, conforme consta en el FIDEICOMISO.

- **CRONOGRAMA DE DESEMBOLSOS** Es el calendario referencial que muestra las fechas de entrega y los montos que debe entregar el FIDEICOMISO a EL CONSTRUCTOR, a efectos del debido avance y desarrollo del PROYECTO INMOBILIARIO. EI CRONOGRAMA DE DESEMBOLSOS se adjuntará como anexo.

- **CRONOGRAMA DE VENTAS** Es el calendario referencial de ventas de los INMUEBLES. EI CRONOGRAMA DE VENTAS se adjuntará como anexo.

- **CUENTA DEL FIDEICOMISO** Es la cuenta bancaria del FIDEICOMISO, abierta en un banco seleccionado de conformidad con lo dispuesto en el numeral 7.36) de la cláusula séptima del FIDEICOMISO. En la CUENTA DEL FIDEICOMISO se recibirán, acumularán y manejarán los recursos del FIDEICOMISO.

- **DOCUMENTOS DE LA TITULARIZACION**

- **ESTUDIOS** Son todos los planos, diseños, estudios técnicos y de factibilidad económica, programación de obra, presupuestos, incluyendo el PRESUPUESTO DE CONSTRUCCION, flujogramas, bases técnicas, y permisos que han sido contratados, elaborados u obtenidos hasta la fecha por EL CONSTRUCTOR y/o que serán contratados, elaborados u obtenidos por EL CONSTRUCTOR durante la FASE I, que son necesarios a efectos de desarrollar el PROYECTO INMOBILIARIO. La lista de los ESTUDIOS necesarios se adjuntará como anexo del FIDEICOMISO.

- **FASE I:** Inicia en la fecha de constitución del fideicomiso y se extenderá hasta cuando la Fiduciaria realice la evaluación señalada en el fideicomiso, a efectos de determinar si se ha alcanzado o no el punto de equilibrio. La FASE I también incluirá

las actividades a ejecutarse en caso de que la FIDUCIARIA haya declarado que no se ha alcanzado el punto de equilibrio.

- FASE II: Iniciará sólo en caso de que la FIDUCIARIA haya declarado que sí se ha alcanzado el PUNTO DE EQUILIBRIO, y se extenderá hasta cuando se cumplan con las actividades señaladas en el FIDEICOMISO).

- FECHA DE EMISION

- FIDEICOMISO

- FIDUCIARIA o AGENTE DE MANEJO

- FISCALIZADOR: Es el _____, quien tendrá a su cargo las labores de control y fiscalización de la calidad, cantidad y avance oportuno de obra y prestación de servicios por parte de EL CONSTRUCTOR en lo referente al desarrollo del PROYECTO INMOBILIARIO. Al efecto, el FISCALIZADOR considerará la información contenida en los ESTUDIOS, en lo que corresponda. Los derechos y obligaciones del FISCALIZADOR constarán estipulados en el respectivo Contrato de Fiscalización, conforme consta en el FIDEICOMISO.

- FLUJOS: Son los recursos dinerarios que se generarán como producto del recaudo y cobranza de la CARTERA. Los FLUJOS, desde el momento mismo de su generación, serán de propiedad automática del FIDEICOMISO.

- FONDO DE RESERVA: Es uno de los MECANISMOS DE GARANTIA de la presente TITULARIZACION, constituye una garantía específica en los términos del Art. 150 de la Ley de Mercado de Valores. El Fondo de Reserva, se integrará con un porcentaje de los recursos captados por la emisión de valores y equivaldrán a 2.5 veces al ÍNDICE DE DESVIACIÓN.

- FONDO ROTATIVO: Es el monto de US\$10,000, que permitirá cubrir los PASIVOS CON TERCEROS PARA EL DESARROLLO DE LA TITULARIZACIÓN.

- **GERENTE DE PROYECTO:** Es la firma que tendrá a su cargo la función de manejar y coordinar todos los aspectos técnicos y administrativos para el desarrollo del PROYECTO INMOBILIARIO. Al efecto, el GERENTE DE PROYECTO deberá aplicar y seguir la información contenida en los ESTUDIOS, en lo que corresponda. Los derechos y obligaciones del GERENTE DE PROYECTO constarán estipulados en el respectivo Contrato de Gerencia de Proyecto.

- **INDICE DE DESVIACION:** Según los cálculos efectuados por el Estructurador Financiero de la TITULARIZACION, el INDICE DE DESVIACION es del 6.5%. El INDICE DE DESVIACION muestra la probabilidad de que los FLUJOS no se generen conforme a las proyecciones realizadas por dicho Estructurador Financiero de la TITULARIZACION. Tales cálculos y proyecciones constan en el INFORME DE ESTRUCTURACION FINANCIERA.

- **INFORME DE ESTRUCTURACION FINANCIERA** Es el informe preparado por el Estructurador Financiero de la presente TITULARIZACION, el cual contiene los estudios, análisis estadísticos, evaluaciones y proyecciones respecto de la generación de flujos por parte del PROYECTO INMOBILIARIO y de la solvencia de los mecanismos de garantía, todo lo cual sustenta la viabilidad económica y financiera de la emisión de valores de la presente TITULARIZACION. El INFORME DE ESTRUCTURACION FINANCIERA se agrega como Anexo del FIDEICOMISO.

- **INMUEBLES** Son: (i) los lotes de terreno, y (ii) los lotes de terreno con casas, que se han contemplado desarrollar en el PROYECTO INMOBILIARIO, conforme consta de los estudios. los inmuebles serán materia de reserva, promesa de compraventa y/o compraventa por parte del fideicomiso a favor de los clientes.

- **INVERSIONISTA(S):** Son el o los titulares de los VALORES emitidos a su orden, como consecuencia del presente proceso de TITULARIZACION.

- MECANISMOS DE GARANTIA: Es el FONDO DE RESERVA y la COBERTURA POR INCREMENTO DE COSTOS.

- MONTO A EMITIR: Es la suma de hasta US\$12,112,000 equivalentes al 38.82% del valor del proyecto (US\$31,200,000).

- ORDEN DE PRELACION Es el orden secuencial que la FIDUCIARIA, en representación del FIDEICOMISO, debe aplicar respecto de los FLUJOS que reciba el FIDEICOMISO producto del recaudo y cobranza de la CARTERA, desde la fecha de constitución del FIDEICOMISO hasta la terminación y liquidación del FIDEICOMISO.

- ORIGINADOR: Es el dueño del terreno.

- PASIVOS: Son los PASIVOS CON INVERSIONISTAS, los PASIVOS CON TERCEROS POR DESARROLLO DEL PROYECTO INMOBILIARIO y los PASIVOS CON TERCEROS POR DESARROLLO DE LA TITULARIZACION.

- PASIVOS CON INVERSIONISTAS Son los derechos de contenido crediticio reconocidos por el FIDEICOMISO, en virtud del SEGMENTO DE RENTA FIJA de los VALORES que sean efectivamente colocados entre INVERSIONISTAS. Los derechos de contenido crediticio consisten en el pago de la TASA DE INTERES de los VALORES de la presente TITULARIZACION.

Respetando y siguiendo el ORDEN DE PRELACION, los PASIVOS CON INVERSIONISTAS serán honrados con los FLUJOS generados como producto del recaudo y cobranza de la CARTERA y, de ser éstos insuficientes, con cargo a la ejecución del FONDO DE RESERVA. Para efectos del pago de intereses de los VALORES, se considerará una base de 360/360 que corresponde a años de 360 días, de 12 meses, con duración de 30 días cada mes. Los VALORES que no se

coloquen entre INVERSIONISTAS, quedarán en Tesorería del FIDEICOMISO para posterior colocación.

• **PASIVOS CON TERCEROS POR DESARROLLO DEL PROYECTO INMOBILIARIO** Son los costos, gastos e impuestos directamente relacionados con el desarrollo del PROYECTO INMOBILIARIO, que aplican únicamente a partir de la FASE II, que le corresponden pagar al FIDEICOMISO, y que deberán ser cancelados con cargo a: (i) los recursos pagados por los INVERSIONISTAS por la compra de VALORES, y (ii) los FLUJOS generados como producto del recaudo y cobranza de la CARTERA, según los términos y condiciones estipulados en el FIDEICOMISO. Un listado referencial de los PASIVOS CON TERCEROS POR desarrollo del proyecto inmobiliario constan como Anexo del fideicomiso.

• **PASIVOS CON TERCEROS POR DESARROLLO DE LA TITULARIZACION** Son los costos, gastos e impuestos directamente relacionados con el desarrollo de la TITULARIZACION, que aplican únicamente a partir de la FASE II, que le corresponden pagar al FIDEICOMISO, y que deberán ser cancelados con cargo al FONDO ROTATIVO y, de ser éstos insuficientes, con cargo a los recursos que deberán ser provistos por EL PROMOTOR. Un listado referencial de los pasivos con terceros por desarrollo de la titularización constan como Anexo del fideicomiso.

• **PLAZO** Es el período de vigencia de los VALORES. El PLAZO se contará a partir de la FECHA DE EMISION de los VALORES. Los VALORES tendrán un plazo de 1,080 días contados a partir de la FECHA DE EMISION. Para efectos de cálculo del PLAZO se considerará una base de 360/360, que corresponde a años de 360 días, de 12 meses, con duración de 30 días cada mes. Se aclara expresamente que el PLAZO es distinto a: (i) la duración del FIDEICOMISO, y (ii) el plazo de exigibilidad de la CARTERA.

- **PRESUPUESTO DE CONSTRUCCIONES** es el presupuesto para la construcción y desarrollo del proyecto inmobiliario, el cual forma parte de los estudios y es elaborado por el constructor, y consta como Anexo del fideicomiso.

- **PROSPECTO**

- **PROYECTO INMOBILIARIO** De alcanzarse el PUNTO DE EQUILIBRIO, el proyecto inmobiliario consistirá en la construcción y desarrollo de los inmuebles, conforme las características generales señaladas como Anexo del fideicomiso.

- **PUNTO DE EQUILIBRIO** Son los elementos que determinarán la continuación o no de la TITULARIZACION, cuyos términos, condiciones y plazo constan estipulados en el FIDEICOMISO. En caso de que la FIDUCIARIA declare que sí se ha alcanzado el PUNTO DE EQUILIBRIO, se procederá con el desarrollo del PROYECTO INMOBILIARIO y conforme lo estipulado en el FIDEICOMISO. En caso de que la FIDUCIARIA declare que no se ha alcanzado el PUNTO DE EQUILIBRIO, se procederá según lo estipulado en el FIDEICOMISO.

- **REDENCION ANTICIPADA** Consiste en que, una vez producidas una o varias de las causales señaladas en el numeral 9.4) de la cláusula novena del FIDEICOMISO, la FIDUCIARIA procederá a abonar o cancelar anticipadamente el SEGMENTO DE RENTA FIJA de los VALORES, en los términos y condiciones estipulados en dicha disposición. Se aclara de manera expresa que la REDENCION ANTICIPADA no constituye el vencimiento anticipado de los VALORES, en virtud de lo cual, efectuada esta declaración de REDENCION ANTICIPADA por parte de la FIDUCIARIA, ningún INVERSIONISTA podrá demandar al FIDEICOMISO, ni a la FIDUCIARIA por el pago anticipado de ningún rubro de los VALORES.

- **REGLAMENTO DE GESTION**

- **SEGMENTO DE RENTA FIJA** Es el “derecho de contenido crediticio” en virtud del cual el fideicomiso se obliga a pagar al inversionista, capital e intereses por su inversión, en los términos y condiciones constantes en el fideicomiso. En lo relativo al **SEGMENTO DE RENTA FIJA** aplicará un **PLAZO** de 360 días contados a partir de la **FECHA DE EMISION**, con una **TASA DE INTERES** anual y fija del 8.00%, con periodicidad de pago de interés mensual, contados a partir de la **FECHA DE EMISION**.

- **SEGMENTO DE RENTA VARIABLE** Es el “derecho de participación” en virtud del cual el **FIDEICOMISO** proyecta ante el **INVERSIONISTA**, sin obligarse a pagar, un retorno incremental, que puede o no darse, total o parcialmente, en los términos y condiciones constantes en el fideicomiso. En lo relativo al **SEGMENTO DE RENTA VARIABLE**, el retorno incremental dependerá de la anticipación con la que se termine el desarrollo del proyecto inmobiliario, entendido por tal, la venta de todos los inmuebles de manera anticipada al **CRONOGRAMA DE VENTAS**.

- **TASA DE INTERES** Es la tasa de interés correspondiente al **SEGMENTO DE RENTA FIJA** de los **VALORES**, aplicable durante el **PLAZO** de los **VALORES**, la que equivale al 8.00% anual y fija. Para efectos de cálculo de la **TASA DE INTERES** se considerará una base de 360/360.

- **TERRENO BASE** Es el área de terreno sobre la cual se implantará, construirá y desarrollará el **PROYECTO INMOBILIARIO**. El **TERRENO BASE** tiene un área aproximada de xxx,xxx.xx m² y se encuentra ubicado en XXXX, cantón Guayaquil, provincia del Guayas, República del Ecuador.

- **EL PROMOTOR** Es la Inmobiliaria XX S.A.

•TITULARIZACION Es el presente proceso, mediante el cual se emiten VALORES susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo al FIDEICOMISO en su calidad de patrimonio autónomo.

•VALOR(ES) o VTMs Son “Valores de Titularización Mixtos” en virtud de los cuales los INVERSIONISTAS adquieren:

- (i) un SEGMENTO DE RENTA FIJA, en los términos y condiciones constantes en el contrato de FIDEICOMISO; y,
- (ii) un SEGMENTO DE RENTA VARIABLE, en los términos y condiciones constantes en el contrato de FIDEICOMISO.

Los VALORES estarán representados en títulos emitidos a la orden, y se denominarán “VTM-PROYECTO XX. Los VALORES se emitirán en forma desmaterializada. Los VALORES tendrán un valor nominal de US\$ 5,000. Cada título podrá contener uno o más VALORES, pero siempre en montos de US\$ 5,000 o múltiplos de US\$ 5,000. De producirse situaciones que impidan la generación proyectada de los FLUJOS y, una vez agotados los recursos del FIDEICOMISO, incluyendo la ejecución del FONDO DE RESERVA, los INVERSIONISTAS deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

Estructuración Financiera de la Titularización.

Para evaluar si la titularización podrá financiar el 100% del proyecto inmobiliario, se ha realizado la proyección de los flujos del proyecto, considerando que adquirirán títulos mixtos (VTM), los cuales les generará el 8.00% de tasa de interés para la parte de Renta Fija (durante un año) y una tasa de retorno del 17.07% para el segmento de Renta Variable tanto para los VTM como para los VTP.

Parámetros básicos para proyecciones.

La base de criterios para elaborar las proyecciones, fue la siguiente:

Fecha Base:	Abr2016		Costo m ²	Valor
Metros Cuadrados Totales		100,000	28.00	2,800,000
Area para Viviendas	58.9%	58,867	47.56	2,800,000
Area para Comercio		-	-	-
Area Municipal	10.5%	10,495		
Instalaciones Comunitarias	2.6%	2,557		
Area para Vias	28.1%	28,082		
Alicuota Urbanizacion		58,867	77.92	4,586,798
Construccion Vivienda		58,320	278.00	16,212,891
	Terreno	Terreno	Terreno	Vivienda
	Const		Comer	
Precio de Venta por m ²	120.00	165.50		481.10

Gastos Preoperacionales		312,000
Gastos Indirectos	Pct	Valor
Dirección Técnica/Fiscal	12.00%	2,795,478
Comisión de Venta	4.00%	1,572,983
Gastos Mercadeo	5.00%	1,755,562
Gastos Administración	5.00%	1,039,984
Gastos Legales	1.20%	33,600
Gastos Fideicomiso	1.00%	162,129
Costo Financiero		-
Otros Gastos		132,416
	22.23%	7,804,152

Política de Ventas	
Reserva	5%
Entrada	25%
Financiado	70%

Inicio Construcción
dic-17

Mes Construcción	
1	20%
2	10%
3	20%
4	20%
5	30%

Inicio Entregas
may-18

Costo Total del Proyecto.

ACTIVOS	Cantidad	Precio Unitario	Costos
Terrenos (m ²)	100,000	28.00	2,800,000
Urbanización	100,000	45.87	4,586,798
Dir Técnica Urbanización	100,000	6.16	616,466
Obras Civiles Viviendas (m ²)	58,320	278.00	16,212,891
Dir Técnica Construcción	58,320	37.36	2,179,012
Gerencia/Admin Proyecto	1	1,039,984	1,039,984
Publicidad	1	1,755,562	1,755,562
Gastos Legales	1	33,600	33,600
Fideicomiso	1	270,288	270,288
Comisiones	1	1,572,983	1,572,983
Otros Gastos	1	132,416	54,416
Costo Total del Proyecto			31,200,000

Costos de la Titularización.

FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN	31,200,000	Inicial	Mantenimiento
<u>Fiduciaria</u>		<u>36,288</u>	<u>312,000</u>
Constitución del Fideicomiso y Acta de Aporte	0.10%	34,944	
Adm. Fideicomiso (antes de la emisión)	400 mensual	1,344	
Adm. Fideicomiso (después de la emisión)	1.00%		312,000
<u>Estructuración Financiera</u>	0.10%	<u>34,944</u>	
<u>Valoración del Proyecto</u>	0.05%	<u>17,472</u>	
<u>Comisión colocación Casa de Valores</u>	0.20%	<u>62,000</u>	
<u>Calificadora</u>		<u>20,000</u>	<u>47,040.00</u>
Inicial	0.06%	20,000	
Actualización	0.15%		-
<u>Auditoría</u>	0.06%	-	<u>20,160.00</u>
<u>Decevale</u>		<u>15,500</u>	<u>3,120.00</u>
Desmaterialización	0.05%	15,500.00	
Agente de Pago	0.01%		-
<u>Bolsa de Valores</u>		<u>28,080</u>	<u>16,380.00</u>
Comisión de Piso de Bolsa	0.09%	28,080	
Actualización de Registro	0.0175%		-
<u>Superintendencia de Compañías</u>		<u>2,500</u>	<u>7,500.00</u>
Inscripción	0.05%	2,500.00	
Actualización de Registro	0.05%		-
COSTOS TOTALES	23,4840	217,284	406,200
Porcentaje de Costos / Monto Emisión	2.00%		

FLUJO DE CAJA DE PROYECTO INMOBILIARIO CON CRÉDITO BANCARIO

# Periodo	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Mes	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17
INGRESOS POR VENTAS	148,149	179,013	228,396	263,118	297,841	332,563	367,285	420,526	385,032	408,180	431,329	450,773	
Cuota Inicial	148,149	148,149	166,667	166,667	166,667	166,667	166,667	185,186	111,111	111,111	111,111	111,111	107,408
Cuota de Entrada		30,864	61,729	96,451	131,173	165,896	200,618	235,340	273,921	297,069	320,217	343,365	
Cuota Final (Hipoteca)													
COSTO TERRENO													
OBRAS GENERALES	2,546		5,063	5,063	9,107	5,063	5,063	5,063	6,000	31,000	35,000	8,000	8,000
MOVIMIENTO DE TERRA	84,354		9,762	46,180	47,891	46,180	46,180	25,392	68,086	42,693	2,071	2,071	2,071
PAVIMENTO ACERAS&BORD	1,435							19,755					25,555
RED DE AGUA POTABLE													
ALCANT AGUAS LLUVIAS	10,527									133,132	145,762	153,238	23,331
ALCANT AGUAS SERVIDAS										35,428	59,003	31,949	22,312
INST ELECTRICA&TELEFONICA										14,873	14,873	19,873	19,873
OBRAS COMPLEMENTARIAS	10,535												
AREAS VERDES													
TRAT AGUAS RESIDUALES													
OTRAS INSTALACs													
IMPREVISTOS									17,758	17,758	17,758	17,758	17,758
EGRESOS URBANIZACION	109,397		14,825	51,243	56,998	51,243	70,998	49,150	300,277	315,089	292,183	118,901	
Egresos Preoperacionales													
Egresos Operativos	20,966	70,677	19,830	27,246	37,253	41,606	43,836	50,771	51,789	94,732	99,658	97,629	67,519
Construccion de viviendas													
Direccion Tecnica	14,703		1,992	6,887	7,660	6,887	9,542	6,606	40,357	42,348	39,269	15,980	
Comision de Venta	6,637		8,020	10,232	11,788	13,343	14,899	16,454	18,840	17,249	18,286	19,324	20,195
Gastos Mercadeo	7,407		8,951	11,420	13,156	14,892	16,628	18,364	21,026	19,252	20,409	21,566	22,539
Gastos Administracion	5,470		741	2,562	2,850	2,562	3,550	2,458	15,014	15,754	14,609	5,945	
Gastos Legales	33,600												
Gastos Fideicomiso	2,860		2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
Costo Financiero Bancario	8,750		8,421	8,089	7,754	7,416	7,075	6,731	6,384	6,034	5,681	5,325	4,966
Otros Gastos									67,389				
Utilidad o Pérdida mes	-20,966	-31,926	159,183	186,325	174,622	199,237	237,483	245,516	319,587	-9,977	-6,567	41,517	264,354
Utilidad o Pérdida Anual													
Financiamiento Bancario	1,000,000												
Amortización Préstamos		37,626	37,955	38,287	38,622	38,960	39,301	39,645	39,992	40,342	40,695	41,051	41,410
Flujo de Caja mes	979,034	-69,552	121,227	148,038	136,000	160,277	198,182	205,871	279,595	-50,319	-47,262	466	222,944
Flujo de Caja acumulada	979,034	909,482	1,030,709	1,178,747	1,314,747	1,475,023	1,673,205	1,879,076	2,158,671	2,108,353	2,061,091	2,061,557	2,284,501

Proyección Financiera (solo con créditos bancarios).

FLUJO DE CAJA DE PROYECTO INMOBILIARIO CON CRÉDITO BANCARIO

# Periodo	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
Mes	may-17	jun-17	jul-17	ago-17	sep-17	oct-17	nov-17	dic-17	ene-18	feb-18	mar-18	abr-18
INGRESOS POR VENTAS	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742
Cuota Inicial												
Cuota de Entrada	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742	365,742
Cuota Final (Hipoteca)												
COSTO TERRENO												
OBRAS GENERALES	8,000	8,000	8,000	8,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000			
MOVIMIENTO DE TERRA	2,071	15,150	15,150	2,071								
PAVIMENTO ACERAS/BORD	161,340	235,063	158,716	37,204	37,204	37,204	25,555	25,555	25,555			
RED DE AGUA POTABLE		32,398	32,398									
ALCANT. AGUAS LLUVIAS	3,000	3,000	42,094	85,884	46,790	46,790	43,790					
ALCANT. AGUAS SERVIDAS	5,146	2,836	2,836	13,554								
INST. ELECTRICAS/TELEFONICA		46,667	46,667	46,667	46,667	46,667	46,667	16,667				
OBRAS COMPLEMENTARIAS	56,386	37,044	71,211	105,899	93,021	92,021	47,021					
ÁREAS VERDES	23,443	23,443	19,276	19,276	23,443	23,443						
TRAT. AGUAS RESIDUALES	40,000	59,000	52,306	44,306	12,306	12,306	12,306	12,306				
OTRAS INSTALAC.		46,490	46,490									
IMPREVISTOS	17,758	17,758	17,758	17,758	17,758	17,758	17,758	17,758	17,758			
EGRESOS URBANIZACION	317,145	526,848	512,900	380,618	279,022	282,189	199,097	78,286	49,313			
Egresos Preoperacionales												
Egresos Operativos	96,014	134,683	132,111	107,718	88,984	89,568	74,246	376,062	532,766	888,278	1,232,628	1,759,280
Construccion de viviendas								273,635	410,453	718,293	1,009,030	1,453,687
Direccion Tecnica	42,624	70,808	68,934	51,155	37,501	37,926	26,759	47,298	61,793	96,539	135,614	195,376
Comision de Venta	16,385	16,385	16,385	16,385	16,385	16,385	16,385	16,385	16,385	16,385	16,385	16,385
Gastos Mercadeo	18,287	18,287	18,287	18,287	18,287	18,287	18,287	18,287	18,287	18,287	18,287	18,287
Gastos Administracion	15,857	26,342	25,645	19,031	13,951	14,109	9,955	17,596	22,988	35,915	50,452	72,684
Gastos Legales												
Gastos Fideicomiso	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
Costo Financiero Bancario	4,603	4,238	3,869	3,497	3,122	2,744	2,362	1,977	1,588	33,280	30,343	27,379
Otros Gastos												
Utilidad o Perdida mes	-47,416	-295,789	-279,270	-122,595	-2,264	-6,015	92,399	-88,606	-216,337	-522,536	-866,886	-1,393,538
Utilidad o Perdida Anual								460,228				
Financiamiento Bancario									3,500,000			
Amortizacion Prestamos	41,773	42,138	42,507	42,879	43,254	43,632	44,014	44,399	44,788	322,432	325,369	328,333
Flujo de Caja mes	-89,189	-337,927	-321,776	-165,474	-45,518	-49,647	48,385	-133,005	3,238,875	-844,968	-1,192,255	-1,721,870
Flujo de Caja acumulada	2,195,312	1,857,385	1,535,609	1,370,135	1,324,617	1,274,970	1,323,354	1,190,350	4,429,225	3,584,256	2,392,002	670,132

FLUJO DE CAJA DE PROYECTO INMOBILIARIO CON CREDITO BANCARIO

# Periodo												
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36
Mes	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	dic-18	ene-19	feb-19	mar-19	abr-19
INGRESOS POR VENTAS	2.439.823	2.408.959	2.637.355	2.602.632	2.567.910	2.533.188	2.498.465	2.723.003	1.647.382	1.624.234	1.601.086	1.526.085
Cuota Inicial												
Cuota de Entrada	365.742	334.878	304.013	269.291	234.569	199.846	165.124	130.402	91.821	68.673	45.525	22.377
Cuota Final (Hipoteca)	2.074.081	2.074.081	2.333.341	2.333.341	2.333.341	2.333.341	2.333.341	2.592.601	1.555.561	1.555.561	1.555.561	1.503.709
COSTO TERRENO												
OBRAS GENERALES												
MOVIMIENTO DE TIERRA												
PAVIMENTO ACERAS/SSBORD												
RED DE AGUA POTABLE												
ALCANT AGUAS LLUVIAS												
ALCANT AGUAS SERVIDAS												
INST ELECTRICATELEFONICA												
OBRAS COMPLEMENTARIAS												
AREAS VERDES												
TRAT AGUAS RESIDUALES												
OTRAS INSTALACI												
IMPREVISTOS												
EGRESOS URBANIZACION												
Egresos Preoperacionales												
Egresos Operativos	1.996.414	2.054.256	2.116.420	1.971.337	1.927.534	1.802.707	1.690.034	1.229.230	1.001.675	756.411	507.095	147.533
Construccion de viviendas	1.487.892	1.539.198	1.573.403	1.453.687	1.419.483	1.316.870	1.224.518	817.485	711.452	506.225	297.578	
Direccion Tecnica	199.973	206.868	211.465	195.376	190.779	176.987	164.575	109.870	95.619	68.037	39.995	
Comision de Venta	109.304	107.921	118.153	116.598	115.042	113.487	111.931	121.991	73.803	72.766	71.729	68.369
Gastos Mercadeo	121.991	120.448	131.868	130.132	128.396	126.659	124.923	136.150	82.369	81.212	80.054	76.304
Gastos Administracion	74.395	76.960	78.670	72.684	70.974	65.843	61.226	40.874	35.573	25.311	14.879	
Gastos Legales												
Gastos Fideicomiso	2.860	2.860	2.860	2.860	2.860	2.860	2.860	2.860	2.860	2.860	2.860	2.860
Costo Financiero Bancario	24.389	21.777	19.141	16.481	13.796	11.087	8.353	5.594	2.810			
Otros Gastos												
Utilidad o Pérdida mes	443.409	354.703	520.935	631.295	640.376	730.481	808.432	1.493.773	645.707	867.823	1.093.991	1.378.553
Utilidad o Pérdida Anual								2.624.106				
Financiamiento Bancario												
Amortización Préstamos	284.947	287.559	290.195	292.855	295.540	298.249	300.983	303.742	306.526			
Flujo de Caja mes	158.462	67.144	230.740	338.440	344.837	432.232	507.449	1.190.031	339.181	867.823	1.093.991	1.378.553
Flujo de Caja acumulada	828.593	895.737	1.126.478	1.464.918	1.809.755	2.241.987	2.749.436	3.939.467	4.278.648	5.146.472	6.240.463	7.619.015

Resultados de los 2 escenarios propuestos.

Para el desarrollo del Proyecto el dueño del terreno tienes 2 opciones:

1. Aportar el terreno al Fideicomiso Inmobiliario y obtener 2 préstamos bancarios por US1 millón para el arranque del proyecto y US\$3.5 millones en el mes 21 para financiar parte de la construcción de las viviendas, considerando que las ventas se realicen en los tiempos proyectados y que no existan ningún inconveniente por parte de las instituciones financieras para otorgar los créditos tanto a los promitentes compradores, así como también al promotor para construir las viviendas a entregar. Bajo este escenario, la rentabilidad para el promotor del proyecto es la siguiente:

Tabla 16 Resultados de proyecciones (con créditos bancarios)

Aporte Terreno y Gastos Preoperacionales	Año 1	Año 2	Año 3	TIR	VAN
-3,113,137	2,284,501	-1,614,369	6,948,883	44.45%	\$ 2,902,156

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

2. Aportar el terreno al Fideicomiso Inmobiliario junto con los gastos operacionales, como parte de su participación de VTP, y obtener financiamientos bajo la emisión de:
 - a. VTM por US\$ 1 millón, que pagará intereses mensuales por año y el capital se pagará con el rendimiento del proyecto. Este VTM servirá para cubrir los gastos iniciales del proyecto; y,
 - b. VTP por US\$ 8 millones, que servirán para tener anticipadamente los recursos para construir el 35% de las viviendas, lo que da la oportunidad de financiar en caso de ser requerido, la construcción y entrega de las viviendas para tener la posibilidad de obtener ingresos adicionales para los inversionistas (cuyo análisis es parte de otro estudio).

Bajo este escenario, la rentabilidad para el promotor y los inversionistas del proyecto, es la siguiente:

Tabla 17 Resultados de Proyecciones (con titularización)

Tipo de Título	Aporte de Inversionistas	Año 1	Año 2	Año 3	TIR	VAN
VTM	-1,000,000	60,000	-	1,331,124	12.04%	\$ 103,930
VTP	-8,000,000	-	-	10,648,990	10.00%	\$ 419,918
VTP (Promotor)	-3,112,000	-	-	5,492,683	20.85%	\$ 1,155,805

Aporte Inversionistas	Año 1	Año 2	Año 3	TIR	VAN
-12,112,000	10,462,025	-3,848,892	9,509,438	16.76%	\$ 1,689,032

Elaboración: Héctor García y Carlos Maldonado

Como se puede observar en las tablas anteriores, el financiamiento con créditos bancarios le representaría una mayor rentabilidad del 44.45% para el dueño del terreno, siempre y cuando obtenga en su debido tiempo los créditos necesarios para avanzar con la construcción de las viviendas y a su vez, los promitentes compradores obtengan oportunamente los créditos hipotecarios.

En el caso de recurrir a la titularización, si bien la rentabilidad se reduce al 20.85% para el dueño del terreno, bajo este medio de financiamiento, tendrá una mayor probabilidad de construir y entregar las viviendas a los promitentes compradores, para obtener en el tiempo esperado la rentabilidad del negocio.

Importancia del estudio.

Potencialmente este estudio podría contribuir a los Promotores inmobiliarios, para obtener un medio alternativo de financiamiento para desarrollar un proyecto inmobiliario, en cualquier parte del Ecuador, beneficiando a:

1) Potenciales inversionistas que obtendrán una tasa de rendimiento superior que la ofrecida por las instituciones financieras, con la principal ventaja de que en el peor de los casos, son propietarios de los derechos de los recursos que se puedan obtener por la liquidación del proyecto, es decir, la venta de los terrenos y las casas;

2) Promitentes compradores, que al adquirir su vivienda en un proyecto que tiene financiado la urbanización de los terrenos y el 35% de la construcción de las viviendas, reduce su riesgo de falta de entrega oportuna como han venido sucediendo en diversos proyectos inmobiliarios; y

3) Dueño del terreno, al ser partícipe de la emisión de títulos valores, tendrá la posibilidad de obtener una rentabilidad adicional a la simple ganancia por precio del terreno.

Esperamos que con éste estudio, los partícipes de proyectos inmobiliarios, recurran a ésta importante alternativa fuente de financiamiento, cambiando la opinión de que sólo el crédito bancario directo o indirecto (a través del fideicomiso inmobiliario), es la única manera de financiar el proyecto inmobiliario.

Resumen de sesgos del autor.

Los sesgos que presentan éste estudio, se podría resumir en los siguientes:

- La información histórica de los 3 VTP que se han emitido en el mercado de valores, no considera los precios en mercado secundario, lo cual disminuye la rentabilidad para el comprador inicial (primario) pero que la aumenta para el comprador posterior (secundario);
- Las proyecciones se han realizado tomando como referencia la experiencia de uno de los autores en el mercado de valores, sin considerar la experiencia de grandes constructores para obtener líneas de crédito.

CAPÍTULO 5 CONCLUSIONES

Respuesta a la pregunta de investigación

El análisis realizado a la Titularización de Proyectos Inmobiliarios, nos permite afirmar que es un medio de financiamiento para el desarrollo de proyectos inmobiliarios.

Limitaciones del estudio.

La principal limitación que se podría encontrar para desarrollar una titularización de proyectos inmobiliarios, es que los costos y documentación requerida para obtener las autorizaciones y ciertos costos de registro de construcción, podría variar según la ciudad en que se desea implementarla.

Recomendaciones para futuros estudios.

Estamos seguros, de que éste estudio podrá ser tomado como base para futuros estudios de fuentes de financiamiento para el desarrollo de proyectos inmobiliarios, para lo cual sugerimos tomar en consideración la fuente literaria y sobre todo obtener la asesoría por parte de los expertos en materia de construcción, promoción y venta, para ser más eficientes en los resultados esperados para potenciales inversionistas.

BIBLIOGRAFÍA

- Aldrighetti, A. (1956). Mexico: Fondos de Cultura Económica.
- Alvarez Correa, Eduardo. Curso Romano, Ed. Pluma Bogotá 1976. Kunkel Wolfan, Historia del Derecho Romano. Edición Ariel Barcelona 1991.
- Andrade, D. M. (s.f.). *Regimen Jurídico de la Titularización de los Activos*.
- Balbuena, A. S. (1996). *El fideicomiso como negocio fiduciario*. Lima: Grijlei.
- Batiza, Honduras art. 1039 C. de Co.; México, art 384 LGTOC.
- Bencardino, C. M. (2005). *Estadística y muestreo*. Bogotá: Décimo Segunda.
- Bernal, C. A. (2006). *Metodología de la investigación*. México: Pearson Educación de México, S.A, de C.V.
- Carregal, M. (1982) El fideicomiso, regulación jurídica y posibilidades prácticas. Ed. Universidad. Buenos Aires.
- Carvajal Córdova, M. (1996) Aspectos Jurídicos de la Titularización de Activos. Biblioteca Jurídica Dike. 1° edición*
- Cedeño, D. L. (2010). *Metodología de la Investigación científica I*. Manta-Ecuador: primera edición. *colombia, art. 1229 c. de co.; Ecuador, art. 116 L.M.V*
- Correa, E. A. (1976). *Historia del Derecho Romano*. Bogotá: Ed. Ariel Barcelona 1991.
- Larrea Andrade M., Régimen Jurídico de la Titularización Ley de Mercado de Valores, art. 140.
- Larrea Andrade M., Régimen Jurídico de la Titularización Ley de Mercado de Valores, Título XVI de la Titularización art. 138. Ecuador.
- Elena L. Higton (1993), garantías, “Revista de Derecho Privado y Comunitario”, Rubinzal-Culzoni Editores. Según el sistema clásico del Common Law, la constitución de hipoteca (mortgage).
- Elithsine E, E. A. (2008). *La investigación científica*. Argentina: ROVE.
- Flash L.; Smayesky M. (1996) La Securitización y la promoción de la Vivienda. Editorial Abeledo-Perrot.. Primera edición. Buenos Aires.
- Pacheco Gil, O. (1999). *Fundamentos de la investigación*. Guayaquil-Ecuador: Nueva Luz.
- Pacheco Gil, O. (2003). *Investigación III*. Guayaquil-Ecuador: Nueva Luz.
- Lisoprawski Silvio; Kiper Claudio, Fideicomiso. Dominio Fiduciario. Securitization. Editorial Depalma 2da edición. 1996.
- Lozano, J. M. (s.f.). *Estudio sobre el fideicomiso*. Mexico.
- Malumíán, Nicolás; Diplotti, Adrián G. y Gutiérrez, Pablo. Fideicomiso y securitización. Ed. La Ley, Buenos Aires 2001.*

- Márquez, D. F. (2006). *Metodología de la Investigación*. Guayaquil-Ecuador: Ediciones Minerva.
- Novoa Galán, R. N. (s.f.). *Régimen Jurídico de la Titularización de activos*
- Peralvo, Jean Carlos. Análisis comparativo del fideicomiso. XIV Congreso Latinoamericano de Fideicomiso. COLAFI: Octubre 20 a 22 de 2004. Quito-Ecuador.
- Roberto Hernández Sampieri, C. F.-C. (2010). *metodología de la investigación*. México: McGRAW-HILL/INTERAMERICANA EDITORES, S.A. DE C.V.
- Porras Zamora, Jorge Luis. Riesgo y Mejores Prácticas Fiduciarias. (1 Ed.), (pp.23-132). San José, Costa Rica. (2009).
- Porras Zamora, Jorge. El Fideicomiso en Costa Rica: Nociones y Productos Básicos. San José, Costa Rica, 1998.
- Rodríguez J. Derecho Mercantil, T. II. Ed. Porrúa. Ciudad de México 1974.*
- Ruggiero, citado por el "Diccionario de Derecho Privado". Ed. Labor Barcelona 1967
- Saavedra Lozano, Saúl y Buenaventura Lalinde, Eduardo, Historia del Derecho Romano. Colombia op., cit., p.305*
- Schulz, Fritz. Derecho Romano Clásico. Ed. Bosch. Barcelona. 1960. "El único derecho real de garantía clásico".
- Solano Mojica, Moisés. Barrantes Sánchez, Israel. Gestión de Riesgo: Doctrina, Normativa Legal y Técnica. Educatex, San José, Costa Rica, 2008.
- Stewart Balbuena, A. (1996). El fideicomiso como negocio fiduciario. Grijley. Lima.
- Valencia, E. H. (2005). *Manual de técnicas de la investigación*. Lima-Perú: IPLDEES S.A.C.
- Zamora, J. P. (2009). *Riesgo y Mejores Prácticas Fiduciarias*.

ANEXO No. 1 EXPEDIENTES DE CLIENTES

Las instituciones del sistema financiero mantendrán expedientes individuales para cada uno de sus sujetos de crédito, clasificados como cartera comercial (corporativos, empresarial y pymes) con la documentación e información suficiente para el adecuado manejo de la cartera y para respaldar el proceso de calificación y control de los activos de riesgo, los que deberán ser actualizados por lo menos semestralmente.

1. Carpeta de Crédito

La carpeta de crédito deberá contener como mínimo la siguiente información:

1.1. Información Básica.

1.1.1 Informe básico del cliente. Este formulario, debidamente suscrito, debe ser llenado y mantenerse en forma actualizada para todos aquellos créditos comerciales: corporativos y empresariales, a fin de identificar y suministrar información básica y general de las personas naturales o jurídicas, la cual deberá contener como mínimo lo siguiente: información general de la empresa, datos de identificación del deudor y/o representante legal (nombres completos, número de cédula de ciudadanía para el caso de ecuatorianos; o, número de cédula de identidad o pasaporte, para el caso de extranjeros), edad, nacionalidad, género, estado civil, dirección domiciliaria, teléfono, correo electrónico y nivel académico), registro único de contribuyentes, accionistas, directorio/equipo gerencial, historia de la compañía, instalaciones, productos/mercados, clientes y políticas de ventas, políticas de medio ambiente y recursos humanos, proveedores y términos de compra, emisiones públicas vigentes, estrategias de la empresa a corto y largo plazo, experiencia en el negocio actual, descripción de eventos internos o externos

relevantes que hayan afectado positiva o negativamente a la empresa, cambios en líneas otras compañías y relaciones de vinculación del cliente, incluyendo datos de identificación de personas naturales o jurídicas vinculadas.

Para el caso de las pymes: información general de la empresa, datos de identificación del deudor y/o representante legal (nombres completos, número de cédula de ciudadanía para el caso de ecuatorianos; o, número de cédula de identidad o pasaporte, para el caso de extranjeros) edad, nacionalidad, género, estado civil, dirección domiciliaria, teléfono, correo electrónico y nivel académico), actividades (descripción del negocio y su ciclo, eventos internos o externos relevantes que hayan afectado positiva o negativamente a la empresa, cambios en líneas de negocio), registro único de contribuyentes, accionistas/propietarios, directorio/equipo gerencial, administración, instalaciones, productos/mercados, clientes y políticas de ventas, proveedores y términos de compra, estrategias de la empresa a corto y largo plazo, experiencia en el negocio actual, y de ser el caso, inversiones en otras compañías y relaciones de vinculación del cliente, incluyendo datos de identificación de personas naturales o jurídicas vinculadas.

1.1.2 Órdenes de operación. Son los formularios, debidamente suscritos, mediante los cuales se instruye al departamento operativo para el procesamiento de las operaciones de crédito. Contiene toda la información respecto al crédito, así como la garantía ofrecida, el nivel de crédito que lo aprobó, visto bueno del departamento legal y la autorización para su procesamiento. Las órdenes de operación deberán archivarse junto con la solicitud de crédito que presenta el cliente.

1.1.3 Información financiera - Estados financieros. En esta sección de la carpeta se archivará toda la documentación financiera de los clientes, de tal forma que esta sirva para la evaluación de la capacidad de pago, es decir:

1.1.3.1 Segmentos corporativo y empresarial.

1.1.3.1.1 Estados financieros auditados y declaraciones de impuesto a la renta de los últimos tres (3) años. Es exigible balances auditados para clientes con total de activos igual o mayor a US \$ 1 millón de dólares de los Estados Unidos de América;

1.1.3.1.2 Si los activos son menores a US \$ 1 millón de dólares de los Estados Unidos de América y no cuenta con balances auditados, deberá adjuntar los balances internos y declaraciones de impuesto a la renta de los últimos tres (3) años;

1.1.3.1.3 Información complementaria según la actividad del sujeto de crédito:

1.1.3.1.3.1 Anexo de cuentas por cobrar comerciales que incluya edad de la cartera y concentración de clientes;

1.1.3.1.3.2 Anexo de inventarios que incluya materia prima, producto en proceso, producto terminado e información sobre la obsolescencia de los inventarios;

1.1.3.1.3.3 Detalle de deuda bancaria (montos, bancos, tasas, garantías, fecha de vencimiento, forma de pago);

1.1.3.1.3.4 Detalle de cuentas por pagar y cuentas por cobrar a accionistas y compañías relacionadas (montos, fecha de vencimiento, forma de pago, incluir condiciones de pago);

1.1.3.1.3.5 Análisis horizontal y vertical de los estados financieros, y determinación de principales indicadores financieros;

1.1.3.1.4 Flujo de caja proyectado mínimo de un (1) año, y en el caso de operaciones que financien proyectos de factibilidad, por el período del proyecto; presupuesto de ventas e información proyectada que se considere relevante;

1.1.3.1.5 Estudio de factibilidad para el caso de préstamos otorgados para el financiamiento de un plan de inversiones y/o proyectos; y,

1.1.3.1.6 Autorización para acceder a información de burós de información crediticia.

1.1.3.2 Segmento pymes (personas jurídicas).

1.1.3.2.1 (Reformado por el Art. 1, num. 5.1 de la Res. JB-2012-2217, R.O. 738-2S, 4-VII-2012).- Balances internos de los últimos dos (2) años con corte a diciembre; y declaraciones del impuesto a la renta de los últimos tres (3) años;

1.1.3.2.2 Detalle de cuentas por cobrar, por pagar y de las cuentas representativas del balance;

1.1.3.2.3 Flujo de caja proyectado mínimo de un (1) año;

1.1.3.2.4 (Reformado por el Art. 1, num. 5.2 de la Res. JB-2012-2217, R.O. 738-2S, 4-VII-2012).- Declaración del impuesto al valor agregado - IVA actualizado de acuerdo a la política de cada institución del sistema financiero;

1.1.3.2.5 (Reformado por el Art. 1, num. 5.3 de la Res. JB-2012-2217, R.O. 738-2S, 4-VII-2012).- Estados de cuenta de tarjetas de crédito corporativa del deudor, actualizado de acuerdo a la política de cada institución del sistema financiero;

1.1.3.2.6 Autorización para acceder a información de burós de información crediticia; y,

1.1.3.2.7 Análisis horizontal y vertical de los estados financieros, y determinación de principales indicadores financieros.

1.1.3.3. Segmento pymes (personas naturales).

1.1.3.3.1 Declaraciones anuales del Impuesto a la Renta o RISE;

1.1.3.3.2 (Reformado por el Art. 1, num. 5.4 de la Res. JB-2012-2217, R.O. 738-2S, 4-VII-2012).- Declaración del impuesto al valor agregado - IVA actualizado de acuerdo a la política de cada institución del sistema financiero;

1.1.3.3.3 (Reformado por el Art. 1, num. 5.5 de la Res. JB-2012-2217, R.O. 738-2S, 4-VII-2012).- Balances internos al menos de los dos (2) últimos años con corte a diciembre;

1.1.3.3.4 Flujo de caja proyectado mínimo de un (1) año;

1.1.3.3.5 (Reformado por el Art. 1, num. 5.6 de la Res. JB-2012-2217, R.O. 738-2S, 4-VII-2012).- Estados de cuenta de las tarjetas de crédito del deudor actualizados de acuerdo a la política de cada institución del sistema financiero, requisito que será verificado en la supervisión in situ;

1.1.3.3.6 Autorización para acceder a información de burós de información crediticia; y,

1.1.3.3.7 Análisis horizontal y vertical de los estados financieros, y determinación de principales indicadores financieros.

Cualquier otro documento relacionado con la condición financiera pasada, presente y futura del deudor.

En los créditos comerciales, cuando se trate de clientes que pertenecen a grupos económicos, se evaluará la información financiera consolidada del grupo.

1.2 Proceso de Aprobación del Crédito.

En cada expediente deberán constar los formularios de aprobación de crédito debidamente suscritos, que contendrán el resumen de la propuesta de crédito con información referente al destino de la operación, monto, condiciones de plazo e intereses, nivel de endeudamiento en la entidad y en el sistema financiero, garantías ofrecidas, niveles de aprobación, revisión legal y desembolso de la operación, entre otros.

1.3 Memorando de la Unidad de Riesgos.

Este documento deberá incluir obligatoriamente una opinión de la mencionada unidad sobre los riesgos asociados a la operación propuesta, la cual detallará como mínimo los términos y condiciones del crédito, la calidad y cobertura de las garantías propuestas y su grado de realización, de acuerdo con el perfil de riesgos definido por la entidad y los límites de exposición establecidos por la administración.

Las instituciones del sistema financiero determinarán las operaciones que se sometan a este procedimiento, en función de los límites internos que cada una de ellas defina, según el volumen y complejidad de las operaciones.

1.4 Correspondencia.

Se archivará cualquier tipo de comunicaciones de importancia que se haya enviado o recibido del cliente.

1.5 Avalúos.

1.5.1 Avalúos e informes relacionados con las garantías constituidas; y,

1.5.2 Reportes periódicos de inspecciones a prendas e hipotecas.

1.6 Misceláneos.

1.6.1 Memorandos de visita a los clientes;

1.6.2 Referencias bancarias, comerciales y personales;

1.6.3 Resumen de la información contenida en la carpeta de documentación legal del cliente, esto es, de la escritura de constitución, de las reformas de estatutos, de los nombramientos actualizados, de las atribuciones de los directivos y funcionarios, de los contratos de crédito, de los documentos o valores recibidos en garantía;

1.6.4 Copias de los informes trimestrales de la comisión de calificación de activos de riesgos; y,

1.6.5 De ser el caso, la declaración suscrita por el representante legal sobre vinculaciones por propiedad o por gestión con la institución del sistema financiero.

2. Carpeta Legal y de Garantías

La carpeta de documentación legal y de garantías formará parte del expediente de crédito otorgado por las instituciones del sistema financiero a favor de personas naturales o jurídicas, la que reflejará el estatus jurídico del deudor, así como de las garantías entregadas a favor de la institución, debiéndose cuidar que los nombramientos, poderes generales y especiales, contratos, certificados, entre otros, se encuentren vigentes e instrumentados en legal y debida forma, con el fin de mitigar el riesgo legal del crédito.

La carpeta contendrá la siguiente información:

2.1 Informes legales;

2.2 Fotocopias del registro único de contribuyentes (RUC), nombramientos de administradores, representantes legales y poderes especiales, si fuere del caso;

2.3 Escritura de constitución y última reforma del estatuto de la empresa;

2.4 Copia de los contratos de hipoteca o de prenda constituidos a favor de la institución del sistema financiero;

2.5 Copia de los certificados de los registradores mercantiles y de la propiedad, sobre prendas e hipotecas, según se trate;

2.6 Copia de las pólizas de seguro y certificados de endoso de las mismas, para el caso de bienes hipotecados o prendados a favor de las instituciones del sistema financiero;

2.7 Copias de las minutas y contratos de crédito a largo plazo y de operaciones concedidas mediante escritura pública;

2.8 Certificados de cumplimiento de obligaciones extendidos por la Superintendencia de Compañías;

2.9 Autorizaciones especiales de la Superintendencia de Compañías; y,

2.10 Documentación sobre garantías, esto incluye títulos, escrituras, facturas, contratos y en general cualquier documento que legalmente justifique la propiedad de los bienes dados en garantía a las instituciones del sistema financiero.

3. Manejo de los Expedientes

3.1 Los expedientes deben ser confidenciales y su información se resguardará con la debida precaución;

3.2 En todo momento los expedientes deberán ser objeto de custodia, para lo cual la entidad establecerá las medidas pertinentes y sus responsables;

3.3 Por ningún motivo los expedientes podrán ser retirados de las instituciones del sistema financiero. Alguna excepción podrá presentarse cuando los gerentes de sucursal o el representante legal lo autoricen por escrito;

3.4 La entidad deberá establecer las disposiciones de control necesarias para definir los perfiles de los funcionarios que tendrán acceso a tales expedientes, quienes deberán dejar constancia de su retiro con su firma;

3.5 Así también la institución del sistema financiero definirá los procedimientos y los funcionarios responsables de mantener actualizada la información de los expedientes; y,

3.6 El departamento legal será el responsable del manejo de las carpetas legales y de garantías.