



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

SISTEMA DE POSGRADO

Facultad de Jurisprudencia y Ciencias Sociales y Políticas

TÍTULO DE LA TESIS:

La titularización en el Ecuador. Análisis comparativo entre la titularización de activos
y titularización de proyectos en general

Previa a la obtención del grado académico de Magister en Derecho Bancario y
Legislación Bursátil

ELABORADO POR:

Ma. Lorena Andrade Vélez

Ma. Andrea Moreno Navarrete

Guayaquil, a Octubre 25 de 2013



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

SISTEMA DE POSGRADO

CERTIFICACIÓN

Certificamos que el presente trabajo fue realizado en su totalidad por las abogadas Ma. Andrea Moreno Navarrete y Ma. Lorena Andrade Vélez como requerimiento parcial para la obtención del Grado Académico de Magísteres en Derecho Bancario y Legislación Bursátil

Guayaquil, Octubre 25 de 2013

DIRECTOR DE TESIS

Ab. María Teresa Nuques

REVISORES:

Dr. Nicolás Rivera Herrera

Ab. Paula Subía Pinto

DIRECTOR DEL PROGRAMA

Dr. Marcelo Andrade



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

SISTEMA DE POSGRADO

DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD

Nosotras, Ma. Andrea Moreno Navarrete y Ma. Lorena Andrade Vélez

DECLARAMOS QUE:

La Tesis “La titularización en el Ecuador. Análisis comparativo entre la titularización de activos y titularización de proyectos en general”, previa a la obtención del Grado Académico de Magísteres, ha sido desarrollada en base a una investigación exhaustiva, respetando derechos intelectuales de terceros conforme las citas que constan al pie de las páginas correspondientes, cuyas fuentes se incorporan en la bibliografía. Consecuentemente este trabajo es de nuestra total autoría.

En virtud de esta declaración, nos responsabilizamos del contenido, veracidad y alcance científico de la tesis del Grado Académico en mención.

Guayaquil, Octubre 25 de 2013

LOS AUTORES

Ma. Lorena Andrade Velez

Ma. Andrea Moreno Navarrete



UNIVERSIDAD CATÓLICA
DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL

SISTEMA DE POSGRADO

AUTORIZACIÓN

Nosotras, **Ma. Andrea Moreno Navarrete y Ma. Lorena Andrade Vélez**

Autorizamos a la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, la publicación en la biblioteca de la institución de la Tesis de Maestría titulada: “La titularización en el Ecuador. Análisis comparativo entre la titularización de activos y titularización de proyectos en general”, cuyo contenido, ideas y criterios son de nuestra exclusiva responsabilidad y total autoría.

Guayaquil, 25 de Octubre de 2013

LOS AUTORES

Ma. Andrea Moreno Navarrete

Ma. Lorena Andrade Vélez

AGRADECIMIENTOS

A nuestros padres, quienes con tenacidad y amor han modelado el carácter y espíritu que ahora nos fluye diáfano y grato.

ÍNDICE

ÍNDICE	PÁGS
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I	
EL PROBLEMA	4
CAPÍTULO I	4
EL PROBLEMA	4
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	4
FORMULACIÓN DEL PROBLEMA	8
JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN	9
DELIMITACIÓN DEL PROBLEMA	10
CAPÍTULO II	11
MARCO TEÓRICO	11
TÍTULO I.-	11
LA TITULARIZACIÓN EN LOS MERCADOS EXTRANJEROS	11
i.a) La titularización (securitization) en el régimen estadounidense.	11
i.b) La titularización en el régimen iberoamericano.-	14
TÍTULO II.-	18
MARCO CONSTITUCIONAL EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO	18
ii.a) Constitución del 2008 y sus innovaciones.-	18
ii.b) El Derecho de libertad y su dinámica en mercado de valores.-	22
TÍTULO III.-	28
RÉGIMEN JURÍDICO ECUATORIANO DE LA TITULARIZACIÓN	28
iii.a) Ley de Mercado de Valores del año 1993	28
iii.b) Ley de Mercado de Valores del año 1998	30
TÍTULO IV.-	32
ENTORNO DE LA TITULARIZACION EN ECUADOR	32
TÍTULO V.-	34
DEFINICIONES DE LA TITULARIZACIÓN	34
TÍTULO VI.-	38
LA TITULARIZACIÓN Y SUS ELEMENTOS	38
vi.1.1).- Elementos subjetivos	39
vi.1.2) Elementos objetivos	40
TÍTULO VII.-	44
ACTIVO SUSCEPTIBLE DE TITULARIZACIÓN	44
vii.1) El régimen del activo a titularizar en la legislación comparada	44
vii.2) El régimen del activo a titularizar en la legislación ecuatoriana.-	48
TÍTULO VIII.-	50

PROCESOS DE TITULARIZACIÓN	50
viii.1) Características atribuidas por norma legal a los procesos	52
viii.2.- Nociones generales de los procesos de titularización	54
viii.2.a) Procesos de titularización de cartera.-	54
viii.2.b) Procesos de titularización de inmuebles	57
viii.2.c) Procesos de titularización de proyectos inmobiliarios.-	58
viii.2.d) Procesos de titularización de flujos de fondos en general	62
viii.2.d.i) Acepciones del “Derecho de Cobro”	63
viii.2.d.ii) Resoluciones administrativas	68
viii.2.d.iii) Cuadro comparativo de los tipos de titularización de flujos de fondos en general	72
Viii.3.-Aspectos relevantes a los procesos de titularización	75
Viii.3.1.-Riesgos que afectan a los títulos y a la calificación de riesgo	75
Viii.3.2.-Mecanismo de garantía, mejora o resguardos.-	76
Viii.3.3.-La auditoría externa en los procesos de titularización.-	78
Viii.3.4.-La calificación de riesgo.-	79
TÍTULO IX.-	80
LOS MEDIOS DE PROTECCION AL INVERSIONISTA	80
EN EL MERCADO DE VALORES	80
ix.a) El buen gobierno corporativo como medio de protección	80
ix.a.1) Nociones de las prácticas del buen gobierno corporativo.-	80
ix.a.2) Implementación de las prácticas del buen gobierno corporativo.-	82
ix.b) El régimen normativo de protección al inversionista.	83
ix.b.1) Suspensión de las operaciones de mercado de valores.-	84
ix.b.2) Inscripción en el Registro de Mercado de Valores.-	85
ix.b.3) Información disponible al inversionista	87
TÍTULO X.-	89
VENTAJAS	89
x.a) Ventajas del proceso de titularización para el mercado	90
x.b) Ventajas al originador	91
x.c) Ventajas al inversionista	91
CAPÍTULO III	93
METODOLOGÍA	93
MODALIDAD DE LA INVESTIGACIÓN	93
POBLACIÓN Y MUESTRA.-	94
INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE DATOS.-	95
PROCEDIMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN.-	96
CAPÍTULO IV	97
ANÁLISIS DE RESULTADOS	97
Base de Datos.-	97
Análisis y discusión de resultados.-	100

Fideicomiso Mercantil De Segunda Titularización De Flujos Futuros De Fondos Artefacta.-	101
Titularización De Proyecto Inmobiliario Generador De Flujos Gm Hotel.-	114
Verificación de la hipótesis o de la pregunta a contestar.-	115
CAPÍTULO IV	116
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	116
CONCLUSIONES	116
RECOMENDACIONES	122
BIBLIOGRAFIA	126

INTRODUCCIÓN

No es ajeno al conocimiento general, que en el proceso de globalización de la economía mundial y profundización de nuestro mercado local, resulta indispensable dotar a los sectores; de servicios, productivos, comerciales, de instituciones jurídicas adecuadamente reguladas que permitan acceder al financiamiento para no sólo integrarse en la economía moderna sino también desarrollar de manera competitiva y eficiente un mejor posicionamiento en el mercado.

Como respuesta de aquello, en el mercado ecuatoriano se ha introducido una nueva forma de financiamiento para las empresas ecuatorianas, éste nuevo esquema responde a la llamada titularización, permitiéndole a las compañías “autofinanciar” su negocio accediendo al mercado de valores para financiar sus actividades a un menor costo. En palabras sencillas, las empresas que participan como originadores logran mediante este mecanismo alternativo de financiamiento; transformar sus activos de lenta rotación en valores mobiliarios que son colocados en el mercado de capitales, para obtener así recursos, adelantando ganancias futuras.

Como consecuencia de la aprobación de la Ley de Mercado de Valores del 98, que regula el tema de la titularización de activos por primera vez en nuestro país, así como con la dación de una reglamentación complementaria para este mecanismo, consideramos conveniente analizar la forma en que las titularizaciones han logrado canalizar recursos hacia las actividades productivas, a través de la negociación de valores, conforme se recoge preceptuado en el artículo 3 de la norma citada.

En el contexto del marco legal inserto en nuestra legislación, la normativa ecuatoriana, pormenoriza los tipos de activos que serán susceptibles de entrar en un proceso de titularización; son éstos; los valores representativos de deuda pública, los valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, la cartera de crédito, los activos y proyectos inmobiliarios, así como los activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo

menos tres años consecutivos (más identificada como titularización de flujos futuros de fondos en general).

Respecto de éste último proceso su tipología ha sido adecuadamente complementada con las resoluciones administrativas expedidas por el Consejo Nacional de Valores (nos referimos a las Resoluciones CNV-003-2010 de 31 de mayo del 2010 y CNV-002-2011 del 2 de junio de 2011) normas que diferenciaron dos tipos de procesos de titularización de flujos de fondos en general; por un lado, los procesos de titularización de flujos de bienes que existen y por otro lado, los procesos de titularización de flujos de bienes que se espera que existan.

Nuestra investigación tiene como pretensión, ahondar en el estudio jurídico que diferencia a cada subtipo, para su cometido, acudimos en auxilio de la doctrina académica que aportan los autores ecuatorianos y la legislación comparada, a efectos de definir el sentido de este proceso, la teoría que existe respecto del activo a titularizar, así como los elementos de la titularización para cimentado éstos puntos, abordar el estudio detenido de los procesos de titularización, con una especial atención a las normas que diferenciaron dos tipos de procesos de titularización de flujos de fondos en general.

Como un lógico complemento y en sujeción al nuevo marco constitucional trazado, delinearemos la tendencia constitucional en el ámbito de las libertades y garantías constitucionales que bordean la institucionalización del mercado de valores ecuatoriano; más adelante, revisaremos con especial detenimiento, las fortalezas del mercado de valores desde los pilares del buen gobierno corporativo y de las normas jurídicas insertas en la legislación actual que propenden a la protección a los inversionistas.

Al mismo tiempo, trazaremos las ventajas que el uso de la figura significa para; el originador, el mercado y los inversionistas para en seguida, desarrollar un análisis comparativo respecto del contenido legal de los procesos de titularización de flujos de fondos en general en los dos subtipos prenombrados, particularmente orientado a entablar con la presentación de casos, las estructuras empleadas para cada tipo, relevando las

bondades de estos procesos y su implicación en el tráfico jurídico – económico que no es ajeno para el desarrollo de mercado de capitales ecuatoriano.

En el primer capítulo EL PROBLEMA, realizaremos un análisis de la situación, y así podremos identificar tres momentos, la formulación del problema, los objetivos de la investigación y la justificación y delimitación del problema citado.

En el segundo capítulo MARCO TEÓRICO presentaremos las bases conceptuales y estableceremos su relación con las variables e indicadores respectivamente, tomando como punto de referencia la hipótesis planteada, previo a una revisión de la literatura en la materia, siendo su propósito construir una perspectiva teórica y a su vez orientar el trabajo metodológico.

En el tercer capítulo, identificado como: METODOLOGÍA se realizará el enunciado del proceso de investigación, la presentación de los resultados y las alternativas, es decir, lo que se puede identificar como metodología; asimismo se complementa la búsqueda investigativa con acierto, seleccionando la modalidad, los métodos, las unidades de observación, la recolección de datos y el procedimiento de investigación.

Enseguida, en el en el capítulo cuarto, se desarrollará el MARCO ADMINISTRATIVO, apartado en el cual expondremos cada uno de los recursos utilizados para el desarrollo de la investigación, así mismo comprenderá una breve introducción de su objetivo y la enumeración de la serie de recursos o elementos que hemos considerado necesario como un complemento en el proceso de investigación.

Finalmente, presentaremos en el capítulo quinto, las CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES abstraídas del estudio; exponiendo los logros del trabajo con la esperanza de que lo fielmente expuesto en su contenido teórico-práctico coadyuve a la moderna institucionalización de la figura en el mercado de valores ecuatoriano.

CAPÍTULO I

EL PROBLEMA

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Antecedentes.-

Las empresas constantemente están necesitando recursos financieros para; poder producir sus artículos, adquirir materia prima, desarrollar su industria, optimizar sus recursos para así lograr mayor eficiencia no sólo frente al mercado, sino también frente a sus competidores; es decir el empresario (emprendedor) arranca una búsqueda de nuevas formas de financiamiento que signifiquen acceder a recursos de bajo costo pero con un alto nivel de optimización.

El término mercado de valores, comprende tanto los mercados de distribución de nuevos valores (primario) como los mercados de negociación para los valores ya emitidos (secundario); su importancia en la economía obedece a las diversas funciones que cumple; de un lado, permite dotar de un flujo de capitales a las empresas proporcionándoles financiamiento para el desarrollo de actividades productivas; este capital es suministrado por inversionistas quienes a su vez, están deseosos de acceder a un mecanismo de ahorro y acumulación de capital. De otro lado; el mercado primario (que opera sobre la confianza de los inversionistas) les permitirá a los inversionistas liquidar sus posiciones con facilidad en un mercado secundario, este factor de liquidez permite que los fondos de las empresas no estén inmovilizados por ese mismo plazo, pudiendo el interesado liquidar sus operaciones transfiriéndolas en el mercado secundario.

Desde una perspectiva individual, el mercado de capitales permite las transferencias de riquezas a través del tiempo, sobre la base de una correcta estructura operacional; se permite que los individuos y empresas intercambien dólares de hoy por dólares de mañana, así pues, desde un punto de vista general, el mercado de capitales funciona

como el centro nervioso de la economía, prefijándose a través de la regulación reglas para manejo.

Hemos seleccionado en los capítulos desarrollados los aspectos técnicos y jurídicos que a nuestro juicio son los más interesantes en la disciplina tanto en lo referente a la titularización como institución; tomándose a priori especial consideración a los eventos que en orden cronológico sirvieron al mercado estadounidense para la práctica y emprendimiento de la figura, para a posteriori, hacer reseña del régimen adoptado en los países de Iberoamérica en materia de titularización.

La intelectualidad de la figura nos lleva a abordar el marco constitucional ecuatoriano que soporta el desarrollo de las actividades económicas en el mercado de valores, temática que merece una exposición detenida respecto de innovaciones insertas en nuestro reciente régimen constitucional. De forma pausada, podremos percibir la incidencia que en el mercado de valores mantienen los “*Derechos de Libertad*” y su consecuente connotación en las garantías constitucionales que reconocen la libertad de contratación, la libertad de asociación y de cuyos enunciados se acoge un concepto adaptado en la legislación colombiana en cuanto a la “libertad económica” temática que encierra elevados juicios de trascendencia que no podían ser distraídas en la presente labor.

En igual secuencia, se repasarán los antecedentes históricos que a nivel legislativo sirvieron como bases para la configuración de la titularización; nos referimos a; la Ley de Mercado de Valores publicada en el R.O. 199 del 28 de Mayo de 1993 y la Ley de Mercado de Valores publicada en el R.O. 367 del 23 de Julio de 1998. Se abordará con especial asunto, algunas aproximaciones conceptuales atribuidas a la titularización, sus partícipes, así como los elementos (subjetivos-objetivos) atribuidos a dicha figura complementando esta referencia con la fijación de las normas vigentes. En adelante, y con mayor énfasis se aprenderá el régimen jurídico ecuatoriano en torno a la determinación del “*activo susceptible de titularización*”, para lo cual se revisará el tratamiento jurídico aplicable a los activos en la legislación comparada.

Descripción del objeto de estudio.-

Nuestra normativa actual reconoce a los procesos de titularización en cuatro tipos; procesos de titularización de cartera (Art. 153 L.M.V), procesos de titularización de inmuebles (Art. 154 L.M.V), procesos de titularización de proyectos inmobiliarios (Art. 155 L.M.V) y procesos de titularización de flujos de fondos en general (Art. 156 L.M.V). Ahora bien, no obstante el régimen reconoce cuatro procesos de titularización, y como veremos en el presente trabajo cuando enunciemos la terminología “titularización de activos” encontramos agrupadas todas sus modalidades, hemos revisado con especial rigor a los procesos de titularización de flujos de fondos en general en sus dos variantes; figura que hemos seleccionado por ser probablemente la más controvertida a la hora de estudiarla; esta modalidad no sólo ha resultado ser la de mayor aplicación práctica; sino también la que mayor preocupación ha generado en nuestro medio.

A lo largo del estudio, podremos ver; como enunciado interpretativo de lo que expondremos que el término “titularización de activos” es atribuible a todas las modalidades que se agrupan en la legislación indistintamente del modelo que se adopta; pues, como hemos remarcado el trasfondo del proceso de titularización parte de que el activo (sea y deba ser susceptible a titularizar) esto es, que sea *cierto, determinable, cuantificable y como es lógico; generador de flujos* aspectos que se encierran en toda titularización.

Así las cosas, a priori, estudiaremos la concepción doctrinaria que bordea el “Derecho de Cobro”, acogiendo los razonamientos teóricos que diferencian los “derechos de cobro subjetivos perfectos” frente a los “derechos de cobro eventuales”, exhibiéndose para el efecto, un cuadro que muestra con amplitud la aplicación teórica de los conceptos esbozados. A posteriori, se pormenorizará el estudio de las resoluciones administrativas aplicables a los procesos de titularización de flujos de fondos en general (Resolución No. CNV-003-2010, publicada en el Registro Oficial No. 227 del 2 de julio del 2010 y Resolución No. CNV-002-2011 informada en el Registro Oficial No. 461 del 2 de junio del 2011), con un especial examen a las

disposiciones que individualizan los tipos de titularización, luciendo un cuadro que identificará en perspectiva dichos procesos.

Consecuencias.-

Para la integridad del estudio, se abordaran los parámetros para la autorización de la emisión de los valores provenientes de los procesos de titularización (con un especial énfasis en la de flujos de fondos de bienes que existen y de bienes cuya existencia se espera, por los motivos antes expuestos) además se repasará con detenimiento de la importancia de; los mecanismos de garantía, el rol del originador, la trascendencia de la opinión del auditor y la participación de la calificadora de riesgo. Para luego de ello, presentar algunas fortalezas en el mercado de valores que encontramos se consignan en el buen gobierno corporativo y en las normas que la ley de la materia predispone en protección al inversionista.

Como resultado del desarrollo analítico, esbozaremos las amplias bondades de los procesos de titularización en la búsqueda de coadyuvar a una mayor presencia de estos productos, aspecto que se adiciona a las múltiples motivaciones que apoyan la investigación contenida en el presente instrumento.

FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

¿En qué medida los procesos de titularización de activos y de proyectos en general han servido como alternativas de financiamiento?

VARIABLE.-

Presentación de los procesos de titularización de activos y de proyectos en general titularización de activos como mecanismos de financiamiento.

INDICADORES.-

- Establecimiento del régimen regulatorio ecuatoriano, en relación a los procesos de titularización y sus modalidades.

- Empleo de la titularización como vehículo para captar recursos del mercado mediante la oferta pública de valores
- Planteamiento de las cuestiones sometidas a debate a nivel local y extranjero respecto de la titularización de flujos de fondos en general
- Revisión de casos referenciales en el caso ecuatoriano

OBJETIVOS GENERALES.-

1. Exponer el marco regulatorio a nivel local en materia de titularización, mostrando el rol de los procesos de titularización de activos y de proyectos en general como alternativas óptimas de financiamiento para los sectores productivos
2. Examinar los efectos esenciales y secundarios de los procesos de titularización, mediante la presentación de casos ecuatorianos que muestran el uso de esta herramienta.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS.-

- 1) Revisar el contenido de las disposiciones legales y reglamentarias, así como el contenido doctrinario y legislación comparada en la materia profundizando los estudios de los autores ecuatorianos expertos y conocedores de la materia.
- 2) Estudiar los parámetros y prácticas fiduciarias que los estructuradores financieros y legales ejecutan mediante la planificación e implementación de una serie de políticas propias del negocio que garanticen un proceso de titularización de éxito.
- 3) Analizar procesos de titularización que pueden estructurarse y que representan alternativas confiables para los empresarios en la búsqueda de financiamiento ya sea para capital de trabajo, reestructuración de deuda, entre otras opciones encaminadas a recapitalizar al originador.
- 4) Profundizar en el análisis de las fortalezas generadas a partir de llevar a cabo dinámicamente, procesos de titularización, desde la corta experiencia ecuatoriana en las principales regiones de nuestro país costa y sierra, mediante la revisión de casos prácticos referenciales.

JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

Una vez realizado la presentación de objetivos en el apartado anterior, es de nuestro interés, presentar los beneficios generados a partir de la implementación de los procesos de titularización, como mecanismo de financiamiento para los emprendimientos que los sectores productivos demanda. A continuación en este acápite, expondremos las consideraciones que a nuestro juicio, justifican la selección de la temática expuesta.

Mediante la presentación de procesos de titularización llevados a cabo en nuestro país, podremos abordar el sentido práctico de este fenómeno financiero, es decir, se podrá observar la forma como en la *praxis*, el originador separa de su balance, los créditos de su propiedad (activos susceptibles de generar flujos de pago) previo a una mesurada selección de los activos para su posterior transferencia al patrimonio de propósito exclusivo, consiguiendo por este medio una transformación de sus activos en valores negociables; proceso financiero con un trasfondo jurídico que no puede ser dejado de lado.

Nuestro objeto de estudio se centrará en la titularización de flujos de fondos en general que conforme a las resoluciones administrativas (Resolución No. CNV-003-2010, publicada en el Registro Oficial No. 227 del 2 de julio del 2010 y Resolución No. CNV-002-2011, publicada en el registro Oficial No. 461 del 2 de junio del 2011) fue subdividido en dos figuras de amplia discusión teórica- práctica, que a más de ser sometidos a profundos y ricos permiten desde; un paraje doctrinario- académico y jurídico ahondar en estudio que sin duda resultará enriquecedor.

Así, repasaremos los antecedentes que sirvieron para su creación en el mercado extranjero, para luego de ello sentar las nociones básicas, características, elementos de cada subtipo de titularización, recopilando literatura de la materia; a nivel local y extranjero. Como deviene lógico dicho estudio se integrará con las consultas a expertos en el tema así como el análisis de los casos. A partir de la relación comparativa entre las titularizaciones antes expuestas, se podrá clarificar las

estructuras detrás de cada modalidad transparentando el trasfondo jurídico de las resoluciones administrativas expedidas, que aún siendo normativas recientes, permitirán relieves su funcionalidad como fórmula de financiamiento eficiente.

En consideración a las premisas expuestas y con especial atención a la reciente experiencia de la titularización en el caso ecuatoriano, encontramos que estas deducciones son argumentos suficientes para justificar el emprendimiento de este proceso investigativo, de cuyo resultado esperamos se extraigan aportes, sugerencias y recomendaciones que coadyuven a una mejor y mayor comprensión de la figura aliviando sus bondades.

DELIMITACIÓN DEL PROBLEMA

Campo:	Legislación bursátil
Área:	Mercado de Valores
Aspecto:	Mercantil
Tema:	La titularización en el Ecuador. Análisis comparativo entre la titularización de activos y la titularización de proyectos en general.
Problema:	¿En qué medida los procesos de titularización de activos y proyectos en general han servido como alternativas de financiamiento?
Delimitación espacial:	Ecuador
Delimitación temporal:	De acuerdo a la programación indicada en el diagrama de Gantt. Mes y año de inicio: Agosto 2011 Mes y año de finalización: Noviembre 2012

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO

TÍTULO I.-

LA TITULARIZACIÓN EN LOS MERCADOS EXTRANJEROS

i.a) La titularización (securitization) en el régimen estadounidense.

Cerca de la década de los 20, la obligación de pagar una vivienda para cualquier estadounidense era difícil; inicialmente, el deudor debía pagar un monto equivalente al 40% de la deuda, luego, el remanente era cargado a un crédito hipotecario (3 a 5 años plazo), es decir, la forma de pago consistía en que; el rubro del capital sería pagado al final del período crediticio (lo que se llamó en inglés “*balloon payment*”) representándole entonces al deudor, el pago de una suma de dinero alta, mientras que el deudor pagaba en lo sucesivo únicamente sólo intereses, conformándose “un mercado secundario de hipotecas”.

La etapa antedicha (conocida como “*boom inmobiliario*”) tuvo su terminación fatal con la caída de la bolsa en 1929, evento que conllevó consecuentes quiebras de las compañías que concedían las garantías, bajo las negativas condiciones económicas enunciadas, se generaron una serie incumplimientos en el pago de los créditos hipotecarios, ya que los deudores no podían realizar los pagos. Como medida de apoyo a la situación de crisis expuesta, el Congreso creó la *Federal Housing Administration* (FHA), en la norma expedida se facultó la creación de asociaciones hipotecarias nacionales, para que éstas puedan; comprar y vender las hipotecas que serían aseguradas por la prenombrada FHA; bajo este régimen únicamente se formó como asociación la “*Federal National Mortgage Association*”.

Así, en este acápite, se repasará sumariamente la secuencia histórica en el mercado estadounidense de la titularización (securitización)¹ acorde al orden que sigue:

1938.- El Congreso de Estados Unidos creó el “*Federal National Mortgage Association*” distinguido por sus siglas en inglés como Fannie Mae o F.N.M.A, con el objeto de dar liquidez a los créditos hipotecarios asegurados por la FHA.

1944.- *Fannie Mae* obtuvo la autorización para involucrarse con otros préstamos (ya no sólo los hipotecarios) sino los otorgados por otra entidad (Departamento de Asuntos de Veteranos), lo cual tiene su explicación; al regreso de la Segunda Guerra Mundial los soldados retornaban, incrementando la demanda de las casas.

1954.- *Fannie Mae* fue parcialmente privatizada para culminar dicho proceso culminó en el año 1968.

1968. Como una sociedad del estado fue creada el “*Government National Mortgage Association*” conocido por sus siglas en inglés G.N.M.A. o *Ginnie Mae*, entidad que forma parte del gobierno federal. Estos títulos, no eran emitidos por dicha institución sino por entidades privadas, esta estructura (llamada “*modified pass through*”) contempla que, si bien, existe un traspaso de los fondos de las hipotecas a los tenedores de los títulos, éstos serían “*modificados*” porque *Ginnie Mae* agrega los recursos necesarios para suplir una eventual falta.

¹ A nivel doctrinario y legislativo la realidad latinoamericana, ha empleado indistintamente sin mayores diferencias conceptuales, los términos *securitización*, *titulización*, *titulación* y *bursatilización* para identificar a la titularización.

Si bien en el contexto jurídico la denominación no presenta mayores debates y definitivamente no representa un debate altamente discutible, los expertos prefieren reducir su régimen jurídico a una sola terminología, con el antecedente anteriormente expuesto, se recalca que se acuñó el término en habla inglesa como “*securitization*” porque en este proceso se emiten títulos (*securities*) sin embargo en nuestro lenguaje castellano el término apropiado resulta “*titulización*” como bien se indica en otros países, o como en el nuestro “*titularización*”.

1970.- Las acciones de *Fannie Mae* empezaron a cotizarse en la Bolsa de Nueva York ampliando el espectro.

1981.- *Fannie Mae* comenzó su negocio de títulos respaldados por hipotecas, llevándose a cabo la emisión de los títulos llamados “*Mortgage Backed Securities*” los cuales estaban respaldados con carteras de préstamos garantizados con hipotecas.

Recapitulando lo anotado, y coincidiendo con la mayor parte de los autores, la piedra base del nacimiento de la titularización, se atribuyó a la década del 70, época caracterizada el mercado estadounidense por; períodos de alta inflación y volatilidad en las tasas de interés. En este escenario (de carencia) los deudores hipotecarios incumplían sus pagos a las sociedades financieras que a su vez; no contaban con los suficientes recursos para atender los requerimientos de dinero de los depositantes, siendo entonces claro que fue la búsqueda de liquidez, el principal motivo que arrastró a las entidades financieras a comprometer sus activos (portafolio de créditos a su cargo) a un nuevo proceso (titularización), siendo sus primeros pasos; el funcionamiento *Fannie Mae* y *Ginnie Mae*.

Con estos antecedentes se dieron los primeros presupuestos básicos para el ímpetu titularizador, a los que se añadieron otros factores; la participación del Estado (no se concretó a crear a las normas) y el contagio de su aplicación a otros segmentos -a más del financiero-. A manera de patrón, podemos verlo así; la titularización a sirvió como herramienta de incremento de liquidez en el mercado de hipotecas, para luego de aquello, servir como modelo de otros sectores (por decir lo menos; tarjetas de créditos obtenidas en la generación de sus negocios, ventas de automotores o electrodomésticos).

Como proceso de apertura económica, este mecanismo de conversión - llamado *securitización*- permitió transformar las operaciones de créditos (contratos de mediano y largo plazo en razón de los créditos hipotecarios otorgados en la producción) en *securities* (valores negociables) garantizados con un conjunto de activos. Atendiendo a una distinción sectoria, básicamente son dos las modalidades de

titulización reconocidas, la llamada *pass through (traslado o traspaso)* y la identificada como *pay through (pago)* son consideradas como estructuras de flujos de caja, porque todos aquellos se orientan exclusivamente a la cancelación de las obligaciones que surgen de la adquisición de los titulares de parte de los inversionistas.

En el modo de (*pass through*) *traslado o traspaso*, la entidad emisora, a través de un contrato constituye un patrimonio autónomo -separado de su patrimonio general- contra el cual se emiten los *securities*, que posteriormente son adquiridos por los inversionistas. La modalidad de (*pay through*) *pago* conlleva a que la entidad originadora venda los activos a ser titularizados a la entidad emisora, la que emite nuevos títulos contra su propio patrimonio, es decir, discrepa de la anterior, en que los bienes se incorporan al patrimonio de la entidad adquirente y responden por todas las obligaciones que la misma contrae en el desarrollo de sus operaciones.

i.b) La titularización en el régimen iberoamericano.-

Es indudable que, comprobado el éxito de la aplicación de este mecanismo financiero (la titularización) en los mercados financieros mucho más sofisticados, (como el mercado norteamericano y europeo) hicieron que el mercado latinoamericano comience a insertarse en el tema y a explorar sus ventajas; de lo que resulta conveniente resaltar:

La adopción de los regímenes jurídicos en Iberoamérica se mueve por varios factores; el sistema legal adoptado, el grado de inspiración en otras figuras (tendencia romanista o anglosajona), la existencia de normas complementarias que permitan un mayor grado de aplicación de la figura (reglamentos, resoluciones), el entorno económico, la configuración o no de incentivos tributarias, el nivel de desarrollo de cada país, entre otros elementos que contribuyen a la *ratio legis* en cada país.

Aún cuando el esquema sobre el que se asienta la titularización, es fruto de la composición de los sistemas tradicionales de corte romanista y de instituciones anglosajonas (trust), dichas influencias son notoriamente adaptadas a cada

ordenamiento jurídico, lo que de hecho, genera que las instituciones jurídicas propias del derecho romano o del trust anglosajón sean ajustadas legalmente – financieramente para el correcto funcionamiento de la titularización en los países de Iberoamérica.

A manera de ejemplo, y como ubicación histórica de la influencia romana que venimos mencionado, encontramos que la institución jurídica de la “*cesión de derechos*” (dada por Pothier luego, seguida por el Código francés, para luego ser adoptada por el cuerpo legislativo chileno, hasta nuestro código civil); es en efecto un verdadero ejemplo de que, al momento de devengarse la transferencia de derechos ó créditos destinados a desarrollar un proceso de titularización, el artículo de vieja data inserto en el código civil ecuatoriano en el Título XXIV fue naturalmente modificado por el legislador en su búsqueda de incentivar el desarrollo del mercado de valores.

Como convención, la cesión permite al acreedor transferir el crédito a otra persona, llamada cesionario, que pasa a ocupar la situación jurídica del cedente en el derecho cedido; en efecto, si bien en la cesión intervienen tres personas, el acreedor (cedente), el adquirente del crédito (cesionario) y el deudor; éste último puede perfectamente quedar al margen de la convención y cuyo consentimiento no es indispensable para su perfeccionamiento.

Bastando por tanto, la explicación antedicha de que el consentimiento del deudor no es indispensable y siendo que, la cesión no perjudica en nada al deudor, ni modifica su situación jurídica, nuestra norma en aras a incentivar el mercado de valores, insertó un inciso final al artículo 1844 del Código Civil, a efectos de que, al momento de devengarse la transferencia de derechos ó créditos destinados a desarrollar un proceso de titularización, no se requiera la notificación al deudor del crédito cedido, estableciéndose además que el derecho o crédito se cede “*de pleno derecho*” inclusive con las garantías que hubiere constituidas a su favor.

Art. 1844 .- (...)

“Cuando se deba ceder y traspasar derechos o créditos para efecto de desarrollar procesos de titularización realizados al amparo de la Ley de Mercado de Valores, cualquiera sea la naturaleza de aquellos, no se requerirá notificación alguna al deudor u obligado de tales derechos o créditos. Por el traspaso de derechos o créditos en procesos de titularización, se transfiere de pleno derecho y sin requisito o formalidad adicional, tanto el derecho o crédito como las garantías constituidas sobre tales créditos. En caso de ser necesaria la ejecución de la garantía, el traspaso del crédito y de la garantía, esta deberá ser previamente inscrita en el registro correspondiente”. (Art. 1844 Código Civil inciso cuarto).

Así con esta muestra se valora como una institución jurídica veterana ha sido adaptado al régimen jurídico moderno -en la mayor parte de los países de Iberoamérica- como medida de incentivo y emprendimiento del mercado de valores.

A partir de estas consideraciones, se presenta el régimen regulatorio adoptado en los siguientes países iberoamericanos; Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, España, Honduras, Nicaragua, Panamá, Perú y República Dominicana.

País	Regulación en materia de titularización
Argentina	Ley 24.441 de Financiamiento de la Vivienda, en rigor desde el año 95 con las respectivas normas reglamentarias complementarias. En el caso de entidades financieras, la regulación se encuentra en la Ley 21526.
Bolivia	Ley del 31 de Marzo del 98 mediante Decreto Supremo 25.514 que reglamenta la titularización
Colombia	La regulación en mercado de valores, propiamente titularizaciones, tuvo sus inicios luego de numerosas reformas. Se fortaleció a partir de las resoluciones; 882-1 del año 99 y 70

	del año 2007 emitidas por la Superintendencia de Valores (Ahora, llamada Superintendencia Financiera)
Costa Rica	Las estructuras titularizadoras son realizadas mediante fideicomisos mercantiles, la normativa está expresamente dispuesta en la Ley de Mercado de Valores complementada con la reglamentación de Oferta Pública.
El Salvador	No hay regulación propiamente, se encuentra en discusión un proyecto de Ley de Titularización de Activos.
Honduras	En este caso, existe regulación (Ley de Mercado de Valores y la Resolución 890-09) pero no hay suficiente aplicación práctica de la figura a remarcar.
Nicaragua	Figura relativamente nueva, se encuentra regulación expresa en la Ley de Mercado de Valores (587 de 15-12 2006)
Panamá	Falta de regulación específica en la materia, sin embargo existe un sistema de registro.
República Dominicana	Si existe regulación en la materia, además, hay una resolución específica sobre los procesos de titularización (Resolución del 28 de abril, 2006)

Del compendio de los elementos supradichos, no pueden pasar inadvertidos que a la hora de estudiar el empleo de la titularización en el mercado iberoamericano, es notorio el contraste que diferencia entre los países que lideran el desarrollo de la titularización (México, Bolivia, Brasil, Colombia) frente a los que aún se encuentran en una fase inicial con poca ó mucha resistencia (El Salvador, Honduras, Nicaragua)².

² El INSTITUTO IBEROAMERICANO DE MERCADO DE VALORES realizó un estudio comparativo de la Titularización de Créditos procedentes de la Financiación de las PYMES en Iberoamérica, en el año 2007 del cual se ha extraído lo que más relevante para la temática en estudio.

Del cuadro que antepone, se distinguen, por un lado; un número significativo de países en los que; si bien existe una regulación específica en materia de titularización, no se desarrolla efectivamente su empleo. Por otro lado; se desprende la existencia de un número minoritario de países, en los cuales no se ha implementado el régimen jurídico que permite efectivamente emprender la figura.

TÍTULO II.-

MARCO CONSTITUCIONAL EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO

ii.a) Constitución del 2008 y sus innovaciones.-

Para atender a una respuesta, es necesario pasar revista de las innovaciones constitucionales adscritas en la reciente Constitución (2008), para ello, presentaremos sumariamente algunos presupuestos de la estructura constitucional que merecen ser resaltados, previo a abordar la temática en cuestión:

- El Estado Constitucional de derechos construido a partir del 2008, crea un sistema de garantías que la Constitución pre ordena, lo que permite dotar al ordenamiento jurídico de una fuente de legitimación de las actividades que emprenden los poderes públicos.
- Bajo la misma premisa constitucional anterior, la Constitución del 2008 deviene distinta de la ley, no sólo por su superioridad, sino por su contenido, de ahí que la expresión de las normas constitucionales en el nuevo orden respondan a principios (no reglas) de estructura objetiva sin dejar de lado la preminencia de los derechos subjetivos frente al Estado. Se establece entonces, una formación dual en los derechos fundamentales; como derechos subjetivos frente al poder público y, a modo de normas objetivas de validez universal (indeterminada, abierta en el sentido de una expansión)

Nuestra constituyente, acepta todos los derechos de defensa del ciudadano frente al Estado, así en el Artículo 84 de la Carta Política, consta expresamente el reconocimiento de esos derechos en un orden objetivo, los cuales rigen todos los ámbitos de decisión.

Art. 84.- La Asamblea Nacional y todo órgano con potestad normativa tendrá la obligación de adecuar, formal y materialmente, las leyes y demás normas jurídicas a los derechos previstos en la Constitución y los tratados internacionales, y los que sean necesarios para garantizar la dignidad del ser humano o de las comunidades, pueblos y nacionalidades. En ningún caso, la reforma de la Constitución, las leyes, otras normas jurídicas ni los actos del poder público atentarán contra los derechos que reconoce la Constitución. (Nuestro el subrayado).

Así, bien podríamos señalar que no hay norma jurídica en todo el sistema que esté desvinculada -en su forma y contenido- a la Constitución, siendo claro entonces que ésta regula los derechos constitucionales. Los derechos y el orden de valores rige para todas las ramas (Derecho constitucional, derecho administrativo, derecho civil, entre otras ramas) del Derecho, en tal sentido, el contenido material de estos derechos construyen al ordenamiento jurídico en su conjunto, es decir cada rama del Derecho, impone su influencia sobre las normas constitucionales, incluyéndose el Derecho de Mercado de Valores, que es el tema de nuestro interés.

Nuestra constitución de forma interrelacionadora recoge garantías normativas, que en su efecto ordenan el lugar de la ley frente a los derechos fundamentales, así en relación al derecho de personas; el Artículo 426 de la Constitución de la República del Ecuador <<dispone su efecto de vinculación a todas las personas>> en el Artículo 132 y 133 de la norma suprema invocada, regula en forma mandatoria que <<sólo por ley se pueden regular los derechos constitucionales>> y finalmente el Art. 11 (numeral 4) ídem establece <<que ninguna norma jurídica puede restringir el contenido de los derechos>>.

Art. 426.- “Todas las personas, autoridades e instituciones están sujetas a la Constitución.

Las juezas y jueces, autoridades administrativas y servidoras y servidores públicos, aplicarán directamente las normas constitucionales y las previstas en los instrumentos internacionales de derechos humanos siempre que sean más favorables a las establecidas en la Constitución, aunque las partes no las invoquen expresamente. (...)”

Art. 11.- El ejercicio de los derechos se regirá por los siguientes principios:

4.- Ninguna norma jurídica podrá restringir el contenido de los derechos ni de las garantías constitucionales.

Art. 132.- La Asamblea Nacional aprobará como leyes las normas generales de interés común. Las atribuciones de la Asamblea Nacional que no requieran de la expedición de una ley se ejercerán a través de acuerdos o resoluciones. (...)”.

Art. 133.- Las leyes serán orgánicas y ordinarias.

Serán leyes orgánicas

1. Las que regulen la organización y funcionamiento de las instituciones creadas por la Constitución.

2. Las que regulen el ejercicio de los derechos y garantías constitucionales

(...)

(Los subrayados están fuera del texto).

De las normas constitucionales supra citadas, deviene que nuestro sistema constitucional ecuatoriano reconoce a los derechos constitucionales -como auténtica fuente de derechos y obligaciones entre particulares- de cuyo contenido fluye la eficacia directa de la norma frente a terceros, presupuesto que se conjuga con el Art. 426 (tercer inciso) anteriormente aludido.

Continuando el análisis, se abstrae del Art. 424 de la Constitución, el *efecto de irradiación de los derechos fundamentales*, precepto que propugna que; tanto las normas de derecho público como de derecho privado, se reunifican en el texto constitucional, subordinándose éstas a la rama constitucional.

Art. 424.- La Constitución es la norma suprema y prevalece sobre cualquier otra del ordenamiento jurídico. Las normas y los actos del poder público deberán mantener conformidad con las disposiciones constitucionales; en caso contrario carecerán de eficacia jurídica.

Atendiendo al efecto de irradiación aludido, el artículo 83 en su numeral 1 y 5 contiene supuestos jurídicos que refuerzan el efecto directo de los derechos constitucionales entre privados, apartados que disponen respectivamente:

Art. 83.- Son deberes y responsabilidades de las ecuatorianas y los ecuatorianos, sin perjuicio de otros previstos en la Constitución y la ley:

1. Acatar y cumplir la Constitución, la ley y las decisiones legítimas de autoridad competente. (...)

5. Respetar los derechos humanos y luchar por su cumplimiento.

Antes de sellar este punto, presentaremos esta importante referencia jurisprudencial que traza el nuevo paradigma constitucional, pronunciamiento resumido así:

El Ecuador ha adoptado la fórmula del paradigma del Estado Constitucional, que involucra entre otras cosas, el sometimiento de toda autoridad, función, ley, o acto a la Constitución de la República. El neo-constitucionalismo pretende, entonces perfeccionar al Estado de derecho sometiendo todo poder a la Constitución y apelando a la Constitucionalidad y no a la legalidad; vale decir que coloca a la jurisdicción constitucional como garante y última instancia de cualquier materia jurídica.

(Sentencia No. 002-09-SAN-CC. R.O.(s) No. 566 de 8-IV-2009)

ii.b) El Derecho de libertad y su dinámica en mercado de valores.-

En el siguiente contenido, se observarán algunos articulados de la Constitución de la República del Ecuador en los que se alude a los principios de libertad (de contratación, de asociación) dentro del marco de la autonomía de la voluntad y su consecuente protección constitucional frente al desarrollo de las actividades económicas en un mercado de valores -organizado, integrado, eficaz y transparente-. Para ello, partiremos de la premisa -universalmente admitida como pilar del derecho contractual- que el principio de la autonomía de la voluntad, es consecuente al reconocimiento constitucional del *derecho de libertad*, y que en socorro de este derecho, el Estado emprende tareas de protección, a la postre de << hacer respetar los derechos garantizados en la Constitución>>. Así, esta disposición constitucional preceptúa:

Art. 11.- El ejercicio de los derechos se regirá por los siguientes principios:

9.- El más alto deber del Estado consiste en respetar y hacer respetar los derechos garantizados en la Constitución. (...)"

Circunscribiéndonos a que, en materia contractual, la *voluntad es soberana*, y es ésta quien dicta el derecho (así lo reza el aforismo jurídico: el contrato es ley para las partes³) se evidencia en materia económica; una clara correlación del principio de libre contratación y el derecho a desarrollar actividades económicas, configurándose como enunciado interpretativo de esta correlación, un nuevo concepto denominado "*libertad económica*" enunciado discutido ampliamente discutido en países como; España, Francia, Alemania los cuales han optado por posiciones disimiles respecto del entendimiento de esta libertad económica, de lo cual haremos a una brevísima referencia en el siguiente recuadro:

² Ref. Art. 1561 del Código Civil:

"Todo contrato legalmente celebrado es una ley para los contratantes, y no puede ser invalidado sino por su consentimiento mutuo o por causas legales".

España	Se contempla expresamente la libertad de empresa, no la libertad económica. En la vía doctrinaria se ha interpretado que libertad económica existe de la fusión entre la institución del “mercado” y del principio general de “libertad”.
Francia	Hay una relación entre libertad de empresa y libertad económica asimilándolas a genero-especie. La libertad económica es el género frente a la libertad de empresa (especie) frente a otras similares (libertad de competencia).
Alemania	Como interpretación al derecho que propugna el artículo 2 de la Ley de Bonn (<i>toda persona tiene derecho al libre desarrollo de su personalidad siempre que no viole los derechos de otra, ni atente contra el orden constitucional</i>) hay un reconocimiento indirecto de la libertad económica.

Acogiendo los pronunciamientos y criterios recogidos en otros países, en nuestro marco americano, conviene traer a colación que en el país vecino de Colombia, la jurisprudencia constitucional no ha sido uniforme, sino que ha asimilado la libertad de empresa como libertad económica, ensayando este concepto: *“Es la facultad que tiene toda persona de realizar actividades de carácter económico, según sus preferencias o habilidades, con miras a crear, mantener o incrementar su patrimonio”* (Sabogal Bernal, 2005, p. 3-4).

Como enunciado interpretativo de lo expuesta, podemos inferir que; no podemos negar que en la realidad económica, existe un margen de libertad que garantiza el desenvolvimiento de sus agentes, y que el ejercicio de estas libertades emerge del *Derecho de Libertad* que se reconoce desde la norma constitucional que nos rige. Por lo antes explicado, y tomando a consideración lo experimentado en otros países, encontramos que nuestra norma constitucional al reconocer los derechos constitucionales (Art. 66 CRE) que permiten a los individuos (libertad de asociación) para que de forma individual o colectiva acceder a un mercado de valores organizado (institución del mercado) dentro las vías legamente establecidas (libertad de contratación) y dentro de las normas del orden público; se inclina por un reconocimiento amplio de la libertad económica que hemos venido estudiando.

Art. 1.- Del objeto y ámbito de la Ley.- La presente Ley tiene por objeto promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna.(...)

En armonía a estos supuestos, nuestra naciente Constitución no vaciló en el reconocimiento al *derecho de libertad* en el marco de las *actividades económicas*, conforme se perfila en el texto constitucional recientemente instaurado (Art. 66 numeral 15, 16,29) conforme sigue:

Art. 66.- Se reconoce y garantizará a las personas:

15. El derecho a desarrollar actividades económicas, en forma individual o colectiva, conforme a los principios de solidaridad, responsabilidad social y ambiental.

16. El derecho a la libertad de contratación

29. Los derechos de libertad también incluyen: (...) d) Que ninguna persona pueda ser obligada a hacer algo prohibido o a dejar de hacer algo no prohibido por la ley” (Nuestro, los subrayados)

Ahora bien, respecto del *derecho de libertad de contratación*, en el ámbito de la autonomía de la voluntad, conviene subrayar que este principio no es absoluto, sino que está lógicamente delimitado en el *interés general*, el *orden público* y los elementos *de la esencia de los contratos*, conforme se expone:

Ospina Fernández y Ospina Acosta (1998):

Así concebido el orden público como, un conjunto flexible de principios religiosos, morales, políticos, económicos, predominantes en determinado medio social y que se miran como indispensables para la conservación de éste, constituye instrumento adecuado para que el Estado –guardián nato del bien común- pueda cumplir prudentemente su función fundamental por el conducto de todos sus órganos de expresión jurídica, y no exclusivamente del legislador (p.11).

No cabe duda que el sistema de nuestro Código Civil está adecuadamente subordinado al orden público, así bien podemos decir que, *la voluntad privada está sometida al orden público*, conforme lo encontramos en varios artículos del Código

Civil que en su conjunto responden a *los efectos de actuar en contra del orden como público*; así el acto adolecerá de causa u objeto ilícito en el evento de que se ejecute alguna actuación o hecho “prohibido por la ley o contrario a las buenas costumbres o al orden público”, en concordancia a las disposiciones legales contenidas en el Art. 1477, 1483 y 1491 de la norma antes referida.

Art. 1477.- (...)

Si el objeto es un hecho, es necesario que sea física y moralmente posible. Es físicamente imposible el contrario a la naturaleza, y moralmente imposible el prohibido por las leyes, o contrario a las buenas costumbres o al orden público.

Art. 1483.- No puede haber obligación sin una causa real y lícita; pero no es necesario expresarla. La pura liberalidad o beneficencia es causa suficiente. Se entiende por causa el motivo que induce al acto o contrato; y por causa ilícita la prohibida por ley, o contraria a las buenas costumbres o al orden público. (...)

Art. 1491.- La condición positiva debe ser física y moralmente posible. Es físicamente imposible la contraria a las leyes de la naturaleza física; y moralmente imposible, la que consiste en un hecho prohibido por las leyes, o es opuesta a las buenas costumbres o al orden público. Se mirarán también como imposibles las que están concebidas en términos ininteligibles. (Subrayados fuera del texto)

También, es de notar que el principio de autonomía, no es de carácter absoluto, éste se encuentra naturalmente limitado por la consecuencia de las actividades encaminadas a la consecución del *interés general* (Art.83, núm. 7 CRE). Reconocemos que la acepción “*interés general*” comprende el interés de todos, de la colectividad, el cual en el evento de que no sea considerado mesuradamente podría ser motivo de perturbaciones económicas y aún sociales, tocándole al poder público evitar y prevenirlo.

Con la inserción en la norma constitucional (Art.83) la Constitución de la República del Ecuador ha establecido la *supremacía del interés general sobre el interés particular*, proscribiendo los actos que, por su objeto o causa y en razón de

las prestaciones aisladamente consideradas, resulten lesivos a los dictados del interés general, siendo el axioma constitucional, promover al lógico estatus del “bien común”

Art. 83.- Son deberes y responsabilidades de las ecuatorianas y los ecuatorianos, sin perjuicio de otros previstos en la Constitución y la ley:

7.- Promover el bien común y anteponer el interés general al interés particular, conforme al buen vivir. (Nuestro, el subrayado)

Bien se puede establecer que la norma suprema; tanto en su parte dogmática, como orgánica dotó al sistema jurídico constitucional de amplias facultades para que los poderes públicos intervengan en la economía. Así, hay una relación directa en el modelo económico constitucional reconocido y el mercado de valores; el cual propende dentro de sus objetivos la <<construcción de un sistema económico, justo, democrático, productivo, solidario y sostenible>> que adopta dentro de sus políticas <<una adecuada distribución de la riqueza >> y <<propicia el intercambio justo y complementario de bienes>>. No pudiéndose dejarse de considerar en este análisis y como natural cohesión de las normas, la inclinación que el régimen del buen vivir prescrito en la Constitución propugna como pilar del desarrollo de las actividades económicas, como se manifiesta:

Art. 276.- El régimen de desarrollo tendrá los siguientes objetivos:

2. Construir un sistema económico, justo, democrático, productivo, solidario y sostenible basado en la distribución igualitaria de los beneficios del desarrollo, de los medios de producción y en la generación de trabajo digno y estable.

Art. 284.- La política económica tendrá los siguientes objetivos:

1. Asegurar una adecuada distribución del ingreso y de la riqueza nacional.

8. Propiciar el intercambio justo y complementario de bienes y servicios en mercados transparentes y eficientes.

Art. 277.- Para la consecución del buen vivir, serán deberes generales del Estado:

5. Impulsar el desarrollo de las actividades económicas mediante un orden jurídico e instituciones políticas que las promuevan, fomenten y defiendan mediante el cumplimiento de la Constitución y la ley.
(Nuestro, el subrayado)

Un último aspecto relativo a la libertad del mercado se relaciona a la responsabilidad que han asumido las autoridades de supervisión, encomienda constitucional que se manifiesta en el artículo 213 de la Constitución de la República de Ecuador⁴; norma que atribuye a la Superintendencia de Compañías, el carácter institucional para que ésta actúe como organismo técnico de vigilancia, auditoría, intervención y control de las actividades económicas (lo que incluye las desarrolladas en el mercado de valores).

Con base a esta atribución, el artículo 10 de la Ley de Mercado de Valores enlista las potestades administrativas que se atribuye a la Intendencia de Mercado de Valores; las cuales comprenden desde la potestad de inspeccionar a las entidades con amplias facultades de verificación exigiendo que éstas cumplan con las medidas correctivas y de saneamiento, hasta la de; sancionar, en primera instancia, las infracciones a la normativa vigente.

El rol del supervisor se centra en velar porque la entrega de información sea (i) veraz: es decir, además de real, no debe conducir al inversionista a errores o confusiones (ii) suficiente: que no sean verdades a medias, ni sólo los aspectos positivos, debe informarse todo aquello que revista importancia, es decir todo aquello que pueda influir en las decisiones de inversión; y, (iii) oportuna: la información servirá en la medida que sea divulgada en el espacio que permita al inversionista reaccionar a tiempo.

⁴ **Art. 213.-** Las superintendencias son organismos técnicos de vigilancia, auditoría, intervención y control de las actividades económicas, sociales y ambientales, y de los servicios que prestan las entidades públicas y privadas, con el propósito de que estas actividades y servicios se sujeten al ordenamiento jurídico y atiendan al interés general. Las superintendencias actuarán de oficio o por requerimiento ciudadano. Las facultades específicas de las superintendencias y las áreas que requieran del control, auditoría y vigilancia de cada una de ellas se determinarán de acuerdo con la ley.

En definitiva, el debate sobre la filosofía y la finalidad de regulación del mercado de valores que hemos extraído tiene como punto coincidente y que excede a las discusiones ideológicas, la de procurar la filosofía de transparencia en el mercado. Esta sujeción a la transparencia, conduce al desarrollo de un mercado de valores más eficiente, que en resumidas cuentas se rige por estos pilares; *permitir el libre acceso al mercado de valores, garantizar el suministro de información relevante y sancionar las prácticas fraudulentas.*

En este apartado, ultimamos que el Art 66. (núm. 15-16) de la Constitución de la República del Ecuador reconoce y garantiza el derecho *a desarrollar actividades económicas, en forma individual o colectiva*, en sujeción a la libertad de *asociación y contratación* reconocida como garantía constitucional en el ámbito de la autonomía de la voluntad, coligiéndose como enunciado interpretativo de su unión, un reconocimiento constitucional a la *libertad económica*.

TÍTULO III.-

RÉGIMEN JURÍDICO ECUATORIANO DE LA TITULARIZACIÓN

Se atribuye el inicio de este mecanismo en nuestro país, a dos momentos legislativos claramente diferenciados, como se explica:

iii.a) Ley de Mercado de Valores del año 1993

La titularización se introdujo a inicios de la década de los 90, con la expedición de la primera Ley de Mercado de Valores (R.O. 199 del 28 de Mayo de 1993), dicha legislación reformó el Código de Comercio, incorporando un título sobre la figura del fideicomiso mercantil, siendo éste el primer paso para la aplicación práctica de la figura. La regulación de la época concedía la facultad a los bancos a actuar como fiduciarios mercantiles acorde al régimen contenido en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero (Mayo 12 de 1994. Reg. Oficial 439, 94) que encomendó al sector bancario el manejo de la administración de fideicomisos (estructuras fiduciarias) y manejo de los fondos.

Lo más destacable del régimen del 93, se centró en el uso del fideicomiso mercantil como instrumento legal que permitía el manejo y administración de activos, ahora bien, su aspecto más crítico se atribuyó a la ocurrencia de estos factores; el primero, la falta de reglamentación que no permitía a los administradores fiduciarios realizar sus gestiones con mayor concreción y, el segundo; el escenario económico que el país enfrentaba con la crisis bancaria de los años 90.

Ahora bien, la carencia de regulación llevó a que las entidades financieras se aventuraran en armar estructuras fiduciarias tales como; las emisiones de valores intitulado (CDF o Certificados de Derechos Fiduciarios) convirtiéndose estos procesos en los primeros intentos de llevar a cabo “casi titularizaciones”⁵. En la práctica, significaba un esquema inseguro frente a los intereses de los inversionistas, dado que su instrumentación no obedecía al cumplimiento de requisitos formales y técnicos.

A fines del año 97, el organismo de regulación (Consejo Nacional de Valores) mostró seria preocupación por el uso y abuso de estas figuras, de manera que, como un intento de precautelar la ocurrencia de potenciales perjuicios a los intereses de los inversionistas, emitió una norma que intensificaba un control en las estructuras fiduciarias que; involucraban actividades relacionadas a proyectos inmobiliarios, así como otras vinculadas al manejo de cartera de crédito de las entidades financieras, motivándose el reconocimiento de los Certificados de Derechos Fiduciarios antes enunciados como título valor.

En 2004, Larrea Andrade analizó la norma de la siguiente manera:

El Reglamento para la emisión de derechos fiduciarios del 23 de enero de 1998, introdujo elementos que son considerados por la normativa de titularización de activos, Por ejemplo se clasificó a Certificados de Derechos Fiduciarios o CDF en Certificados de Contenido Crediticio, de participación y mixtos, que tienen características similares a los actuales certificados que se

⁵ La estructuración fiduciaria con emisiones de valores (Certificados de Derechos Fiduciarios o CDF), a la postre se convirtieron en “pseudo titularizaciones en el sentido figurado”. (Larrea,2004)

emiten en los procesos de participación, de contenido crediticio y mixtos. (p.54).

iii.b) Ley de Mercado de Valores del año 1998.-

Si bien la globalización tiene sus propias ventajas; paradójicamente este enunciado no aplica integralmente desde el punto de vista regulatorio, la regulación de las instituciones del mercado de valores –como normas mercantilistas- no pueden darse de forma global sino que deben adentrarse a la realidad nacional (pervivencia de los estados-nación). Bajo el contexto de un régimen jurídico unitario, nuestra legislación se mostró proclive a incentivar la dinámica del mercado; buscando no sólo atender las necesidades de los inversionistas, sino también procurando la creación de nuevos productos, dentro de los cuales se destacan las titularizaciones.

Con este antecedente, se puede denotar que el proceso de homogeneización y adecuación de los postulados internacionales en nuestra norma ha incidido principalmente en la fijación de normas de transparencia, autorregulación, regímenes de supervisión, normas mínimas de solvencia y profesionalidad de los participantes del mercado de valores, así como en la determinación *del activo a titularizar y en el diseño de los procesos de titularización*.

La Ley de Mercado de Valores (R.O. 367 del 23 de Julio de 1998) consagra en su artículo segundo, el *principio de libertad de creación de títulos valores*, al especificar claramente en su parte final, que serán valores, aquellos que provengan de procesos de titularización. En este orden, el régimen al incorporar el fideicomiso mercantil con la característica constitución de un patrimonio de propósito exclusivo reconoce la existencia de un vehículo independiente para llevar a cabo procesos de titularizaciones.

Con las premisas establecidas y circunscribiéndonos al artículo 1 de la Ley de Mercado de Valores, encontramos estos ámbitos:

Ámbito subjetivo: Bolsas de valores, asociaciones gremiales, casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos, calificadoras de riesgo, emisores, auditoras externas y demás participantes. También son sujetos de aplicación, el Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías, como organismo regulador y de control, respectivamente.

Dentro de los “demás participantes” podremos integrar a las personas naturales, jurídicas o corporaciones civiles que intervienen de forma directa en el mercado de valores, como son: emisores, casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos; bolsas de valores, depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, operadores, representantes de los obligacionistas.

Ámbito objetivo: Abarca el mercado de valores en sus segmentos bursátil y extrabursátil, así como promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, entre otros.

El régimen legal en comento, cubre un ámbito subjetivo y objetivo, dado que determina los destinatarios de las normas, así como el marco en que se desenvolverán las operaciones y negocios desarrollados por las entidades, así como las restricciones aplicables a la materia, bien podríamos decir que las entidades de mercado de valores, son sometidas a un régimen jurídico mixto, fundado en principios de derecho privado y derecho público.

Con este breve repaso en el tratamiento en la legislación del año 98; podemos deducir que esta regulación superó a la anterior (contemplada en el año 93) pues ésta no sólo confiere un tratamiento legal a la figura del fideicomiso mercantil, sino que se la preceptúa como vehículo jurídico para el emprendimiento de titularizaciones, así como se le atribuye una tipología y parámetros acorde a su modalidad.

TÍTULO IV.-

ENTORNO DE LA TITULARIZACION EN ECUADOR

Es necesario destacar que los procesos de titularización han ido aumentando a través de los años, permitiendo en la realidad ecuatoriana, un crecimiento sostenido en el mercado de valores, tal y como se exhibe en las siguientes reflexiones:

- Según Ricardo Rivadeneira, Ex -Gerente de la Administradora de Fondos y Fideicomisos BG- en una entrevista dada a Diario El Universo en el año 2009⁶ “los inversionistas se están inclinando más por este tipo de herramientas bursátiles, que permiten a las empresas obtener financiamiento a largo plazo, señalando que desde el año 2006 hasta el primer semestre del año 2009” suman más de \$ 1.209,91 millones en titularizaciones emitidas tanto por el sector público como privado.
- En una nota de prensa se destacó que Ecuador Bottling Company (EBC), compañía embotelladora de Coca Cola en Ecuador, anunció la titularización de flujos futuros con la colocación en el mercado de valores por \$32 millones, respaldados en el derecho de percibir el precio de venta de los productos que la empresa distribuye en Quito y sus alrededores, de donde sale el 25% de su facturación mensual, que llega a los \$23 millones al mes en todo el país⁷.
- Las titularizaciones se han convertido en el Ecuador en una fuente recurrente de financiamiento para las empresas, en los primeros nueve meses del año 2009, 22 firmas acudieron al mercado de valores por un monto de 369,7 millones de dólares, significando una expansión del 24% en relación al mismo periodo de 2009, acorde a las cifras de la Superintendencia de Compañías.

⁶Ref. www.eluniverso.com

⁷ [Ebc coloca en el mercado títulos futuros](http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/ebc-coloca-en-el-mercado-titulos-futuros-381653.html). Ecuador. (s/n autor). Hoy. Diario de Negocios. (en línea) Publicación Diciembre 10 2009. (fecha de consulta: Mayo 13 de 2011). **Disponible en www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/ebc-coloca-en-el-mercado-titulos-futuros-381653.html**.

- Las grandes compañías como; Hotel Hilton Colón de Guayaquil, IASA, Otecel (Movistar) y Burger King, han dado uso a este mecanismo en los últimos años en el Ecuador. Con el transcurso de los años, la perspectiva se incrementa. Firmas como KFC (International Food Services), Casa Tosi, Banco Internacional, Banco Solidario, Interagua, Hotel Ciudad del Río y Latienvases
- No solo las instituciones privadas buscan recursos frescos a través de este mecanismo, también las públicas. La Corporación Financiera Nacional (CFN) presentó su primera titularización de flujos-portafolio por \$ 45 millones, a un plazo de 1.080 días y con una calificación de riesgo AAA. Este proceso permitió conseguir la liquidez para la institución pública, lo que los faculta para colocar créditos en el sector productivo.
- Para el Ecuador las titularizaciones son también un buen negocio para los inversionistas, debido a su rendimiento anual del 6.75%, para Arturo Bejarano, Ex - Director General de la Bolsa de Valores, esta cifra tiene su razón en la utilización de dicha figura como vía de financiamiento para las empresas, remarcando que en este sentido, la tasa de interés es competitiva y más baja, comparada con la de los créditos tradicionales.

Acabáremos estas reflexiones, refiriendo que, si bien uno de los grandes obstáculos que impiden llegar a un nivel de profundización adecuado del mercado de valores ecuatoriano, es la poca diversidad de sus productos de inversión, la titularización (desde sus diversos tipos) se ha convertido en una alternativa para diversificar la gama de los valores a ser emitidos, lo que ha resultado bastante atractivo para inversionistas institucionales como el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, entidad que participa activamente en el mercado de valores, aún cuando tenga limitantes en su legislación⁸

⁸ Ref. Art. 18 Codificación de Participación del IESS En Negocios Fiduciarios.- El Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, podrá incorporar a los patrimonios autónomos que se constituyan, recursos financieros destinados al desarrollo de dichos proyectos canalizados a través del órgano responsable de las inversiones, bajo las mejores condiciones de seguridad y siempre que no

TÍTULO V.- DEFINICIONES DE LA TITULARIZACIÓN

Antes de entrar en el estudio de la titularización, es oportuno referir algunas aproximaciones conceptuales:

En el libro titulado “Glosario de Términos Bursátiles y Financieros” (Término 1314) se atribuye a la *Titulización* el siguiente concepto:

Método de financiación, complementario o alternativo a la financiación tradicional. Esta operación financiera consiste en la transformación de un conjunto homogéneo de activos, los cuales son cedidos a un vehículo denominado Fondo de Titulización, y gestionados por una Sociedad Gestora, que los convierte en títulos de renta fija, que se venden y son negociados en el mercado organizado de renta fija. Los activos titulizados se sacan del balance de la empresa, y por tanto no existe ningún riesgo, ni se incrementa el endeudamiento, ya que los flujos obtenidos no aparecen en el pasivo del balance. (Pág. 176).

Varón Palomino (citado por González Torre, 2000, p.169) conceptualiza a la titularización como:

Una operación jurídica compleja que tiene por finalidad la movilización de diversas clases de activos mediante la emisión y colocación de nuevos títulos (llamados "títulos movilizados") representativos de derechos sobre los activos objeto de movilización, así como la administración de los activos movilizados y el cumplimiento oportuno de las prestaciones incorporadas en los valores emitidos con ocasión del proceso.

La titulización o titularización consiste en un rediseño -mediante armado de “paquetes”- del flujo de caja que generan individualmente los activos agrupados con el objetivo señalado, a efectos de que los mismos sirvan de base para la emisión de títulos valores o de certificados de participación que serán colocados entre distintos inversores (Roberto González Torre, 2000, p. 164)

contravenga los límites y parámetros establecidos en el Capítulo I, Título III, de la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y Junta Bancaria.

“...a través de la titularización es posible transformar en efectivo activos fijos o flujos de lenta rotación, o flujos cuyo ingreso se espera, a través de la emisión y colocación en el mercado de títulos homogéneos, respaldados en un patrimonio autónomo constituido en la transferencia previa de aquellos” (Rodríguez Azuero, 2005 p.508).

Tomaremos como referencia a Erick F., Campos⁹ quien en un editorial denominado *Evaluando Riesgo: Titularización: Beneficios, Riesgos y Calificación*, explicó el proceso de titularización, el cual hemos compendiado en la siguiente forma:

El proceso comienza con la identificación de los activos –entre los que deberán seleccionar aquellos que representen derechos de pago en fechas futuras (*cuentas por cobrar*), y que pueden estar compuestos por carteras de crédito, con garantía hipotecaria, prendaria y fiduciaria, carteras de arrendamiento financiero (*leasing*), carteras de tarjetas de crédito, carteras de títulos valores, etc.

Continuando la explicación del autor citado, como paso posterior sigue la identificación de los activos; para ello el originador evalúa los activos y escoge los que representen "cuentas por cobrar" para luego de ello, emitir títulos (*estos títulos pueden ser papeles comerciales, certificados de inversión a plazo, bonos, etc.*), con los cuales se brinda financiamiento al originador, a un precio relativamente menor frente al que puede obtener mediante otras fuentes directas de financiamiento. Según el mismo expositor, un objeto importante en la titularización además de la obtención de recursos a un menor costo; es la mejora del activo separado del originador, es decir, se tendrá que observar como el activo transferido tenga un mejor valor que el que se hubiera obtenido directamente por el originador.

⁹ Ref. Erick F. Campos “Capitales. com. Evaluando Riesgo: Titularización: Beneficios, Riesgos y Calificación”. Disponible en www.hacienda.go.cr

La Superintendencia Financiera de Colombia¹⁰ (en respuesta a una consulta planteada la titularización en la ley del cine colombiana) enuncia el siguiente concepto de titularización:

La titularización consiste en un “(...) proceso mediante el cual una entidad transfiere y aísla en un vehículo especial (patrimonio autónomo) activos, tradicionalmente ilíquidos o por lo menos de escasa o lenta rotación, bienes o flujos de caja futuros, con el objeto de maximizar la utilización de recursos. Esta movilización implica la transformación de activos en títulos negociables en el mercado público de valores, los cuales tienen como respaldo o el flujo generado por el mismo.” (p.1).

La titularización, vista como mecanismo de desintermediación financiera, persigue; el contacto directo entre los demandantes de recursos con los inversionistas, un mayor rendimiento al inversionista, contribuir al desarrollo del mercado y un maduro desenvolvimiento e intervención de los negociantes en el mercado de valores, enunciado que destacamos es consecuente al Artículo 1 de la ley citada, que prescribe como su objeto “*promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente*”.

Ahora bien, pulidas estas nociones (traídas de la legislación comparada) encontramos nuestra definición a partir del título XVI intitulado “DE LA TITULARIZACION” artículo 138 y siguientes de la Ley de Mercado de Valores que regulan la titularización a través del fideicomiso mercantil como vehículo jurídico:

Ref. Concepto 2012016198-002 del 30 de abril de 2012.-

Disponible en www.superfinanciera.gov.co/

La Superintendencia Financiera de Colombia (con fundamento en el artículo 25 del Código Contencioso Administrativo) emite conceptos de carácter general y abstracto a que haya lugar, con motivo de las consultas que le son formuladas sobre las materias de su competencia, mas no le es dable mediante dicha instancia emitir pronunciamientos de ninguna índole sobre situaciones particulares y concretas.

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

Art. 111.- Titularización de activos.- Se podrá utilizar el contrato de fideicomiso mercantil como medio para llevar a cabo procesos de titularización de activos, cuyas fuentes de pago serán, exclusivamente los bienes del fideicomiso y los mecanismos de cobertura correspondientes, conforme lo dispuesto en la presente Ley.

De los conceptos y nociones antes extraídos, se rescata lo siguiente:

- Este mecanismo es típicamente fiduciario, lo cual supone la transferencia mediante la suscripción de un contrato por parte del originador y un agente de manejo quien emitirá títulos en el mercado de valores, a fin de captar los recursos del público mediante la oferta pública. La titularización es un proceso que inicia cuando una entidad transfiere activos aislándolos a un vehículo especial (que en nuestros términos legales constituye un patrimonio de propósito exclusivo)
- Los activos transferidos son ilíquidos y mediante este proceso de titularización se transforman en líquidos (activos fijos o de lenta rotación se convierten en activos que generan flujos) sacándolos del activo del originador, por ello, toma ese nombre genérico “titularización de activos” puesto que el originador tiene que sacar de sus activos, lo que pretende titularizar (más propiamente los derechos de flujo)
- Este proceso de movilización requiere una emisión de valores (títulos homogéneos) y su posterior colocación en el mercado, para ello debe haber previamente una autorización de oferta pública emanada del ente estatal,

previo al cumplimiento de una estructura financiera y jurídica que sostenga y soporte la generación del flujo futuro.

- Retomando las definiciones, no podemos dejar de observar la perspectiva financiera de la figura; esto es; el activo deberá ser generador de flujos predecibles; y el rendimiento deberá ser superior al que se paga a los inversionistas para los títulos recién creados. El primer requisito guarda relación con un esquema claro de los ingresos, lo que de hecho, permite programar los pagos por concepto de capitales e intereses relativos a los títulos emitidos; mientras que el segundo requisito se relaciona con la obtención de los recursos necesarios para afrontar los desembolsos correspondientes a los títulos emitidos; y al mismo tiempo generar un beneficio financiero para la operación.

TÍTULO VI.-

LA TITULARIZACIÓN Y SUS ELEMENTOS

A partir del Título XVI, los artículos de la Ley de Mercado de Valores regulan a la titularización y sus procesos, principalmente el artículo 139 de la citada ley establece las partes esenciales que intervendrán en el proceso; el Originador, el Agente de Manejo, el Patrimonio de Propósito Exclusivo, los Inversionistas, el Comité de Vigilancia.

vi.1.) Ahora bien para fines académicos, y profundizando lo establecido en el Art. 139 de la citada norma, presentamos el siguiente esquema la titularización desde los elementos (subjctivos y objetivos) que persiguen su configuración¹¹

¹¹ Para la elaboración del cuadro que antecede se ha consultado con amplitud, el estudio elaborado por el autor ecuatoriano Roberto González Torre en su obra “EL FIDEICOMISO”, cuyo aporte teórico ha sido enunciado en algunas partes de este trabajo.



vi.1.1).- Elementos subjetivos:

Esenciales.- Aquellos sin los cuales sería imposible llevar a cabo un proceso de titularización, éstos son: El originador, el agente de manejo, el “instrumento jurídico emisor”, los inversionistas, los “generadores de los flujos”, el Comité de Vigilancia, la Calificadora de Riesgo, la entidad de control.

No esenciales.- Aquellos que sin ser indispensables para poder crear y desarrollar un proceso de titularización, participan accesoriamente; el agente pagador, el underwriter, el agente pagador.

vi.1.2) Elementos objetivos.- Son los siguientes:

Activos.- Todo bien que pueda ser transferido en fideicomiso mercantil con miras a llevar a cabo un proceso de titularización.

Valores movilizadores.- A estos valores los podríamos identificar plenamente según el tipo adoptado, la regulación clasifica los subtipos de valores a emitirse en consecuencia de procesos de titularización, conforme a los siguientes supuestos; cuando el inversionista adquiere <<Valores de contenido crediticio>> tendrá derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente. Ahora bien, si se trata de adquisiciones de <<Valores de participación>> los inversionistas alcanzan una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión y finalmente cuando accede a <<Valores mixtos>>, los inversionistas obtienen valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación, antes vistos, según las condiciones de cada proceso¹².

Con privativo cuidado, la norma en materia de titularización de proyectos inmobiliarios, determina que el <<inversionista es partícipe del proyecto en su conjunto, obteniendo una rentabilidad derivada de la valoración del inmueble, de la enajenación de unidades de construcción o, en general, del beneficio obtenido en el desarrollo del proyecto>>¹³.

¹² Ref. Art. 147 de la Codificación de la Ley de Mercado de Valores.

¹³ Ref. Art. 155 ídem

vi.2) Para efectos del presente análisis, nos centraremos en las partes esenciales que deben intervenir en un proceso de titularización resueltas en el Artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores antes enunciado.

vi.2.a).- EL ORIGINADOR.- Según la norma legal (Art. 139) el Originador es el propietario de los activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados, quien mantiene la carga de acreditar la propiedad de los activos dentro de un proceso de esta naturaleza, acorde a las disposiciones legales y reglamentarias.

vi.2.b) EL AGENTE DE MANEJO.- Acorde a la Ley de Mercado de Valores, el agente de Manejo (Art. 139) deberá ser una sociedad administradora de fondos y fideicomisos, pudiendo también actuar las corporaciones de desarrollo de mercado secundario de hipotecas.¹⁴ (CTH Compañía de Titularización Hipotecaria S.A.). Vemos con bastante similitud que este modelo de entidad utilizado en otros países (ejemplo, en Bolivia) en el que existen compañías “sociedades titularizadoras” cuyo objeto social único es dedicarse como “giro ordinario de su negocio” . a la administración de titularizaciones.

Ahora bien, el agente de manejo acorde al Artículo 139 del mismo cuerpo legal, deberá cumplir las funciones encomendadas para la administración de un

¹⁴ Ref. LEY GENERAL DE INSTITUCIONES DEL SISTEMA FINANCIERO, Codificación (TITULO I “DEL AMBITO DE LA LEY”

Estas corporaciones tendrán como fin básico, en el cumplimiento de su objeto social relativo al ámbito hipotecario, el desarrollo de mecanismos tendientes a movilizar recursos en favor del sector de vivienda e infraestructura relacionada.

Las corporaciones de desarrollo de mercado secundario de hipotecas podrán emprender en procesos de titularización tanto de cartera hipotecaria propia como de cartera hipotecaria de terceros, actuando para ello en ambos casos con la triple calidad de originador, fiduciario y colocador a través de intermediarios de valores autorizados. Al efecto, le corresponde a la Superintendencia de Bancos emitir las correspondientes normas que regulen los procesos en referencia. Estos procesos se sujetarán a las normas de la Ley de Mercado de Valores en lo que les fueren aplicables; y, los valores producto de los mismos serán objeto de oferta pública.

fideicomiso mercantil, a más de ciertos deberes concretos en cuanto a los procesos de titularización, entre los cuales se reluce; la obtención de la autorización de oferta pública, recibir del originador -en representación del patrimonio de propósito exclusivo- los activos a ser titularizados, emitir y colocar los valores, administrar los activos, distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.

El agente de manejo, en sujeción a la naturaleza de los negocios de confianza, asume obligaciones de medios y no de resultados, no siendo menos cierto que siempre será responsable de todas las actuaciones de terceros y que su límite estará siempre limitada a la composición de los bienes fideicomitidos y a una buena administración del proceso de titularización, por ende, no deberá responder por los resultados no obtenidos. En caso de que en el proceso de titularización se hayan causado pérdidas por dolo o culpa leve del agente de manejo, las mismas deberán ser declaradas como tales en sentencia ejecutoriada, y únicamente en este caso responderá por dolo o hasta por culpa leve.

La Superintendencia Financiera de Colombia¹⁵ (en respuesta a una consulta planteada sobre el agente de manejo en la ley colombiana) enuncia en el concepto de este participante la función cardinal de vocería del representado, como sigue en el siguiente concepto:

El agente de manejo es quien como vocero del patrimonio autónomo emisor de los valores, recauda los recursos provenientes de la emisión y se relaciona jurídicamente con los inversionistas en virtud de tal vocería, conforme a los derechos incorporados en los títulos. Este propenderá por el manejo seguro y eficiente de los recursos que ingresen al patrimonio como producto de la colocación de los títulos o procedentes de flujos generados por los activos.

De lo antes anotado, encontramos que el agente de manejo en estos procesos desempeña varios roles, como:

¹⁵ Ref. Concepto 2011073774-001 del 15 de noviembre de 2011

<http://www.superfinanciera.gov.co/>

- Es un vocero del patrimonio de propósito exclusivo y como tal, canaliza los recursos respondiendo –legalmente- por una “buena administración”
- Es un colocador de los valores, aún por intermedio de terceros para la realización de dicha gestión
- Es un recaudador de los recursos provenientes de la emisión, quien vela y responderá –legalmente- por el manejo seguro y eficiente de los recursos que ingresen al patrimonio.
- Es un proveedor de información; tanto a inversionistas como a la autoridad de control, siguiendo los parámetros dispuestos por el ente de control (Intendencia de Mercado de Valores, adscrita a la Superintendencia de Compañías) en sus normas complementarias (Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores)

vi.2.c) PATRIMONIO DE PROPÓSITO EXCLUSIVO.- Dicho patrimonio de propósito exclusivo podrá instrumentarse bajo la figura de un fondo colectivo de inversión o de un fideicomiso mercantil, administrado por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos.

vi.2.d) INVERSIONISTAS.- Aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización.

vi.2.e) COMITÉ DE VIGILANCIA.- Este cuerpo colegiado se formará como al menos tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, observando en su designación; que, dichos miembros no guarden relación o vinculación¹⁶ (por

¹⁶ Ref. Ley de Mercado de Valores. TITULO XX DE LAS EMPRESAS VINCULADAS

Art. 191.- Concepto.- Para efectos de esta Ley se considera empresas vinculadas al conjunto de entidades que, aunque jurídicamente independientes, presentan vínculos de tal naturaleza en su propiedad, administración, responsabilidad crediticia o resultados que hacen presumir que la actuación económica y financiera de estas empresas está guiada por los intereses comunes, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o respecto de los valores que emitan.

El C.N.V., mediante norma de carácter general determinará los criterios de vinculación por propiedad, gestión o presunción.

propiedad, gestión o presunción) con el agente de manejo, en atención al principio de transparencia y que, los miembros cumplan requisitos de idoneidad, de ahí que se exija que éstos especializados en temas financieros- legales.

De las funciones encomendadas al Comité de Vigilancia, se recalca:

- Vigilar el buen cumplimiento del contrato de fideicomiso mercantil y verificar que el emisor cumpla con las cláusulas del contrato
- Elaborar informes de gestión, darlos a conocer a los inversionistas y presentarlos al Mercado de Valores con periodicidad
- Velar por el cumplimiento de los pagos a los inversionistas.
- Verificar la conformación, existencia y suficiencia de los mecanismos de garantías de la emisión.
- Deberá informar a la asamblea de tenedores sobre su labor y conclusiones obtenidas
- Deberá informar a la Superintendencia de Compañías cualquier incumplimiento a la normativa vigente, dentro de los tres días de detectado el mismo.

TÍTULO VII.-

ACTIVO SUSCEPTIBLE DE TITULARIZACIÓN

vii.1) El régimen del activo a titularizar en la legislación comparada.-

Acorde a las estructuras adoptadas a nivel de Iberoamérica y de la legislación comparada, se ha podido extraer que coexisten en el mercado de valores diversos modelos a la hora de materializar en la norma una tipología de los *activos a titularizar* encontrando que la legislación española ha legislado con seriedad la

El C.N.V., fijará la forma, contenido y periodicidad de la información que deberán remitir las empresas vinculadas a fin de difundirla al mercado.

temática en estudio. En este párrafo revisaremos lo expuesto a partir de las experiencias de los países que a continuación se reseña

vii.1.a) En los países vecinos de; Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile y España hemos encontrado que su presencia es meritoria en el campo de estudio, para el efecto hemos elaborado un cuadro en el que se recopila un resumen del tratamiento regulatorio que prima en estos países al momento de regular el activo a titularizar¹⁷

País	Tipo de activo a titularizar
Argentina	Permite titularizar “bienes” (cosas corporales –incorporales, es decir derechos o créditos)
Bolivia	Agrupar múltiples tipos de activos, por ejemplo; créditos bancarios, inmuebles, proyectos de construcción, obras de infraestructura, servicios públicos
Brasil	Bajo la nomenclatura “derechos de crédito” se agrupan los derechos por segmentos; financiero, comercial, industrial, hipotecario, así como otros servicios. Lo novedoso es que, a diferencia de otros países, su legislación incorporó dentro de sus modalidades, los derechos de créditos ya vencidos, esto es, los derechos derivados de ingresos públicos por acciones judiciales en curso, originados de empresas en proceso concursal, entre otros similares)
Colombia	Admite créditos hipotecarios, cuentas a cobrar, derechos de créditos, otros bienes y derechos

¹⁷ El cuadro presentado se ha elaborado tomando como referencia el estudio comparativo de la Titulización de Créditos procedentes de la Financiación de las PYMES en Iberoamérica realizado por el INSTITUTO IBEROAMERICANO DE MERCADO DE VALORES, en su profundización (título v) sobre los activos sometidos a titulización.

Costa Rica	Son activos aptos para estas operaciones, los créditos hipotecarios, créditos de vivienda, créditos comerciales, créditos personales.
Chile	Es accesible a estas operaciones de titularización (titulización en Chile) acceder a “cualquier activo transferible que genere un flujo de pago”.
España	Son viables para titularizaciones “cualquier activo que figure en el balance del cedente”, préstamos a PYMES, derechos de crédito futuros y de importe indeterminado aunque estimable” A partir de la expedición del Real Decreto 926/98 se diferencia el tratamiento legal para los créditos presentes y futuros, justificándose la implementación de precauciones adicionales.

Antes de continuar este paraje, no se puede dejar de mencionar que para algunos concededores de la materia, el país emprendedor de la figura en el modelo de las titularizaciones de flujos futuros es México (con el originador: Telmex S.A.). Al respecto, vale notar que, el mercado mexicano enfrentó un nivel alto de restricciones (desde la crisis del 94) representándole esta circunstancia un obstáculo para la obtención de una mayor calificación soberana, panorama que al término presente ha cambiado radicalmente y que motivó a que las agencias de calificación internacionales cambien su perspectiva; estimando que *el uso de las operaciones de este tipo ha venido in crescendo en el corto y mediano plazo*. (Diploti, N., P. Gutiérrez y A. Malumián. 2006, p. 614.)

vii.1.b) En seguida, acogiendo la principal temática de nuestro estudio encontramos relevante el tratamiento legal de la figura en el régimen español, el cual presentaremos ceñidamente:

Normativa en análisis	Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo
------------------------------	--------------------------------------

Contenido esencial	Regulación de los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización en España.
---------------------------	--

En España, con la promulgación de la Ley 19/1992 de Julio 7, se implementó el régimen de los Fondos de Titulización Hipotecaria, Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliario, hecho que significó el origen de las operaciones de titularización, sin embargo la carencia de normas, era un inconveniente pues dicho proceso era restringido a los créditos hipotecarios. En efecto, por la limitación legal antes anotada, el legislador español mediante el Real Decreto-ley 3/1993 de Febrero 26 incorporó como uno de los activos a titularizar “otros derechos de crédito”, incluyéndose diferencias de corte jurídico y financiero que conllevó a que el ordenamiento jurídico realice adaptaciones, partiendo de algunas premisas básicas:

- a) Se mantenía el esquema fiduciario de patrimonios separados.
- b) Se incluyó la posibilidad de integrar otros derechos de crédito (no sólo hipotecarios), de manera que el listado de los activos adopte el carácter de enunciativo.
- c) Se admite tanto la cesión de créditos presentes como la de créditos futuros.
- d) Se norman un conjunto de requisitos específicos; subjetivos, objetivos y formales a seguir, para la determinación del activo y su transferencia.

El régimen debía cubrir, estas categorías:

- Derechos de crédito que figuren en el activo del cedente y;
- Derechos de crédito futuros que constituyen ingresos ó cobros de magnitud conocida o estimada

Del breve repaso a los estudios antes realizados (legislación iberoamericana y española) respecto del activo susceptible de titularización, encontramos importante acentuar estas ideas:

- A grosso modo y aún con manifiestas excepciones, se puede indicar que en la mayor parte de los países se permite titularizar todo tipo de bienes.
- Si vemos en retrospectiva, el inicio de la mayoría de las regulaciones se limitó a permitir la titularización celosa de los créditos hipotecarios, para luego ampliar la gama de los activos a titularizar; a otros sectores, como los créditos a nivel de consumo.¹⁸
- En los países seleccionados se denota como una de sus características, la uniformidad de los activos, esto es, al momento de empaquetar los títulos se optan por agruparlos bajo similares características (condiciones homogéneas).
- Todo activo susceptible a ser materia de titularización deberá tener el carácter de transferible así como deberá tener una capacidad medible en cuanto a la generación del flujo futuro.

vii.2) El régimen del activo a titularizar en la legislación ecuatoriana.-

Recordemos que la motivación de un originador al comprometer sus activos, se envuelve en su necesidad de obtener liquidez mediante los procesos de titularización, de manera que éste deberá evaluar dentro de sus activos, el que más se

¹⁸ Del LIBRO I de las NORMAS GENERALES PARA LA APLICACION DE LA LEY GENERAL DE INSTITUCIONES DEL SISTEMA FINANCIERO TITULO IX DE LOS ACTIVOS Y DE LOS LIMITES DE CREDITO. CAPITULO II.- CALIFICACION DE ACTIVOS DE RIESGO Y CONSTITUCION DE PROVISIONES POR PARTE DE LAS INSTITUCIONES CONTROLADAS POR LA SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y SEGUROS. SECCION II.- ELEMENTOS DE LA CALIFICACION DE ACTIVOS DE RIESGO Y SU CLASIFICACION. Artículo 5 (Continuación) Numeral 1.2., se ha extraído una definición conceptual del alcance del crédito de consumo, en estos términos:

“aquellos otorgados a personas naturales destinados al pago de bienes, servicios o gastos no relacionados con una actividad productiva, cuya fuente de pago es el ingreso neto mensual promedio del deudor, entendiéndose por éste el promedio de los ingresos brutos mensuales del núcleo familiar menos los gastos familiares estimados mensuales obtenidos de fuentes estables como: sueldos, salarios, honorarios, remesas y/o rentas promedios. Generalmente se amortizan en función de un sistema de cuotas periódicas.”

acomode a la estructura del proceso de titularización; viendo que éste sea; un flujo futuro, determinable, cierto y cuantificable. Sin embargo de aquello y de la aparente gama de activos que podrían ser susceptibles a ser titularizados, nuestra norma vigente enumera en el Artículo 143 de la ley de Mercado de Valores, los tipos de “activos susceptibles de titularización”.

Art. 143.- Activos susceptibles de titularizar.- Podrán desarrollarse procesos de titularización a partir de los activos, que existen o se espera que existan, que conlleven la expectativa de generar flujos futuros determinables, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico, respecto a los cuales su titular pueda disponer libremente. Adicionalmente, no podrá pesar sobre tales activos ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias ni deberá estar pendiente de pago, impuesto, tasa o contribución alguna.

Constituyen activos susceptibles de titularización los siguientes:

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

No obstante lo anterior, la Superintendencia de Compañías, previa norma expedida por el C.N.V., podrá autorizar la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes de los anteriormente señalados.

Bien, el artículo 143 antes citado predeterminó los activos, dejando a salvo en su último inciso la prerrogativa al Consejo Nacional de Valores para otorgar la autorización de la estructuración de procesos con bienes o activos distintos a los listados. Frente a dicha disposición legal no es ajeno el subsiguiente artículo 144 de

la misma norma legal que dispone para el supuesto de que el originador quiera transferir hacia el patrimonio de propósito exclusivo, lo hará a título de fideicomiso, enunciándose a renglón seguido “según los términos y condiciones de cada proceso de titularización”.

Art. 144.- De la transferencia de dominio.- La transferencia de dominio de activos desde el originador hacia el patrimonio de propósito exclusivo podrá efectuarse a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización. Cuando la transferencia recaiga sobre bienes inmuebles, se cumplirá con las solemnidades previstas en las leyes correspondientes.

A menos que el proceso de titularización se haya estructurado en fraude de terceros, lo cual deberá ser declarado por juez competente en sentencia ejecutoriada, no podrá declararse total o parcialmente, la nulidad, simulación o ineficacia de la transferencia de dominio de activos, cuando ello devenga en imposibilidad o dificultad de generar el flujo futuro proyectado y, por ende derive en perjuicio para los inversionistas, sin perjuicio de las acciones penales o civiles a que hubiere lugar.

Ni el originador, ni el agente de manejo podrán solicitar la rescisión de la transferencia de inmueble por lesión enorme.

TÍTULO VIII.-

PROCESOS DE TITULARIZACIÓN

Como enunciado interpretativo lo anteriormente expuesto, encontramos que la “titularización” indistintamente del modelo que se adopte para su aprobación y autorización de oferta pública, será “de activos”; premisa que se extrae de concebir a

la titularización como un proceso de transformación de *activos ilíquidos* en valores mobiliarios; y acogiendo que desde la perspectiva de sus objetivos, independientemente de la modalidad en que se estructura, la titularización comprenderá una forma *de acelerar el ciclo del flujo de caja de los activos*. De esta mecánica, vemos entonces con claridad *empaquetamiento de los activos* como si fuera un “rediseño” de éstos; característica atribuible a todos los procesos de titularización; inclusive un proyecto, puede ser conceptualizado como tal; en la medida que como activo (susceptible a titularizar) cumpla la calidad de generador de flujos ciertos, determinables y cuantificables; conforme lo recoge el artículo 143 de la Ley de Mercado de Valores, norma que dispone; el *activo transferido* para el desarrollo del todo proceso de titularización; deberá generar <<flujos futuros determinables>>

En un sentido amplio – técnico, hemos remarcado que todo proceso de titularización, independientemente de la modalidad adoptada es de activos, ahora bien, en la práctica y en atención a la composición del activo que el originador “quiera y pueda” comprometer y transferir para la conformación del patrimonio de propósito exclusivo; se agrupan distintas modalidades; *de cartera, de inmuebles, de proyectos y de fondos en general*.

Del universo de procesos de titularización de activos antes presentados, se destaca que aun acogidos en una modalidad conceptual que particulariza cada proceso, es de remarcar que en su concepción estamos refiriéndonos a una titularización de activos, desprendiéndose entonces en ellos, una relación estrecha independiente del perfil que adopte cada figura. Así tomando como base lo que la ley determina para cada modelo, se pasara a ver las características generales de cada modelo, haciendo un estudio detenido en el proceso de titularización de flujos de fondos en general.

Cada una de estas modalidades; sin dejar de ser titularizaciones de activos y de adaptarse en una estructura diferente adopta características que variarán en la regulación de cada una, así del contexto de las disposiciones legales (143, 144, 153 y siguientes de la Ley de Mercado de Valores, nuestro régimen los agrupa en el siguiente orden:

1. Procesos de titularización de cartera (Art. 153 L.M.V)
2. Procesos de titularización de inmuebles (Art. 154 L.M.V)
3. Procesos de titularización de proyectos inmobiliarios (Art. 155 L.M.V)
4. Procesos de titularización de flujos de fondos en general (Art. 156 L.M.V)

viii.1) Características atribuidas por norma legal a los procesos de titularización.-

- Los activos deberán generar una expectativa de generar flujos futuros determinables.-

Del propio concepto adoptado en el Artículo 143 de la ley anteriormente citado, y conforme a la normativa complementaria expedida en relación a los procesos de titularización de flujos de fondos en general; es mandatorio que los bienes o activos que existen o cuya existencia generen una <<expectativa de generar flujos futuros determinables>> sobre la base de una información histórica que determinará la reproducción de los flujos tomando cuya proyección abarque el plazo y vigencia de los valores a emitirse.

- Prohibición expresa de transferir activos sobre los que pesen condiciones suspensivas o resolutorias

Conviene recordar algunas reglas civiles en materia de los efectos jurídicos de la condición; según se trate de una suspensiva o resolutoria. Así las cosas, con

profunda controversia, se ha cuestionado si la condición suspensiva impide o no el surgimiento de los derechos y obligaciones que se encuentran comprometidos por ella, aproximándose como respuestas dos posiciones doctrinarias; una primera teoría apunta a asimilar la “mera posibilidad” a la ocurrencia de la condición.

Luis Parraguez (1986) expresó:

En consecuencia, lo que propiamente estará en suspenso por obra de la condición sería el *nacimiento* de la relación jurídica obligatoria. Algunos autores afirman que en estos casos el acreedor solamente tendría una mera expectativa; es decir, nada más que una esperanza, con mayor o menor fundamento, pero que en ningún caso es constitutiva de derecho (p. 119.)

Sin embargo, una segunda posición propugna que la condición suspensiva no impide el nacimiento de los derechos y obligaciones sujetos a modalidad, sino sólo el ejercicio de los primeros y, consecuentemente, la exigibilidad de las últimas; es ésta la tendencia mayoritaria y cuya lógica esta presente en nuestro código civil ecuatoriano. Para ello, repasamos algunos artículos del Código Civil que disponen:

Art. 1495.- La condición se llama suspensiva si, mientras no se cumple, suspende la adquisición de un derecho; y resolutoria, cuando por su cumplimiento se extingue un derecho.

Art. 1501.- No puede exigirse el cumplimiento de la obligación condicional, sino verificada la condición totalmente.

Todo lo que se hubiere pagado antes de efectuarse la condición suspensiva, podrá repetirse mientras no se hubiere cumplido.

Ahora bien, la parte final del Artículo 143 de la Ley de Mercado de Valores es clara en prohibir (para el desarrollo procesos de titularización) que el derecho emanado del activo transferido esté supeditado a una condición suspensiva o resolutoria; porque en el caso de que el activo esté sujeto a tal condición significaría que el derecho no podría ser ejercido, lo cual es un evidente riesgo para el proceso; no

siendo tampoco menos cierto que los derechos futuros que hemos venido narrando en forma de derechos de cobro susceptibles de ser objeto de titularización son los protegidos por la ley y que confieren a su accionante (para su cabal ejercicio) la prerrogativa de reclamarlos, siendo éstos precisamente los activos o bienes susceptibles de titularización.

Por añadidura a este criterio, conviene recordar la regla del derecho civil, por la que se afirma que las “meras expectativas” no “constituyen derechos” (Código Civil. Artículo 7 Núm. 6) ésta no es ajena a las estructuras de procesos de titularización; pues en la línea de pensamientos antes ensayadas, es claro que las expectativas (simple posibilidad o probabilidad) difieren de los derechos futuros.

“**Art. 7.-** La ley no dispone sino para lo venidero: no tiene efecto retroactivo; y en conflicto de una ley posterior con otra anterior, se observarán las reglas siguientes: (...) **6.** Las meras expectativas no constituyen derecho”

viii.2.- Nociones generales de los procesos de titularización

viii.2.a) Procesos de titularización de cartera.-

En el caso de que los activos movilizables se encuentren respaldados en cartera de créditos, podemos repasar brevemente las características que deberán reunir estos activos deberán contener:

- Clara configuración de los créditos Patrones de pagos bien definidos
- Flujos de fondos (cash flows) matemática o estadísticamente predecibles
- Bajos niveles de probabilidades históricas de incumplimientos
- Amortización total de los créditos a su vencimiento
- Diversidad de deudores
- Alta liquidez
- Retornos superiores a los activos titularizados

- Preferencias por carteras de activos con características de homogeneidad entre si

A partir de lo anteriormente expuesto y conforme a lo dispuesto en la norma legal vigente que regula los procesos, como toda titularización de activos, los procesos de titularización de cartera exigen normas especiales directamente atribuibles al tipo de activo a ser titularizado; de esta manera que, en el caso de la cartera, ésta deberá contener un análisis tendiente a focalizar el cumplimiento de la configuración de los créditos y la generación de los flujos de fondos (cash flows) de forma matemática o estadísticamente predecible, lo que vemos guarda bastante similitud a la generalidad de los parámetros propios de los procesos de titularización de activos. (Acorde a lo que enuncia el Art 153 letra de la Ley de Mercado de Valores)

Otro de los rasgos principales directamente atribuidos al proceso de titularización de cartera, se enmarca en la importancia de calificarla en base a criterios de uniformidad, esto en realidad, la aplicación practica de la tendencia de la homogeneización del activo, lo que se materializa en la constitución de provisiones sobre el capital, en función del deterioro progresivo de la cartera y que debe reflejarse en la respectiva calificación, su aplicación práctica la ilustramos con el pensamiento siguiente:

“... el mantenimiento de cartera de perfiles menos atractivos durante un periodo largo de tiempo, puede ser altamente inconveniente para la presentación del balance de una entidad bancaria. Por ello, la posibilidad de sacarla de su balance puede justificar, incluso el pago de un precio, financieramente necesario para llevarlo a cabo y producir lo que hemos denominado - el milagro de la titularización - en virtud del cual, es posible transformar una mala cartera en un excelente papel con obvias ventajas, tanto para el originador como para los inversionistas” (Rodríguez Azuero, 2005 p.510).

No podemos concluir la referencia breve a este proceso, sin entrar a mencionar que en este tipo; el análisis de los riesgos de la cartera, focaliza los riesgos de crédito, deterioro de las garantías, entre otros, sin embargo con bastante coincidencia, los aspectos teóricos ahondan en el estudio de los riesgos detrás de la cartera que se aporta como activo a titularizar, llamado << riesgo del crédito >> el cual arroja consecuencia desviaciones a los flujos proyectados por incumplimientos en el pago de los deudores; dentro de este ámbito se incluye el riesgo de la mora (pago fuera del plazo convenido), el riesgo de pérdida (no pago por situaciones internas del deudor) y el riesgo del prepago (pago anticipado por parte del deudor) lo que hace que la generación de intereses tenga ciclo mas corto.

Para lograr un correcto resultado y con apoyo a lo que teóricamente se ha adoptado, este proceso enfatiza la necesidad del estudio histórico de la cartera que pretende titularizarse, lo que involucra medir el riesgo intrínseco y sus índices de siniestralidad, aspectos cuya cobertura es posible con mecanismos de garantía; esto significa, en términos sencillos, que es posible neutralizar el efecto negativo del riesgo, por ende la titularización adopta un riesgo distinto frente al de la cartera transferida. Nuestra ley conceptualiza al proceso de la siguiente manera:

Art. 153.- De los procesos de titularización de cartera.- Además del cumplimiento de las normas generales antes enunciadas, el agente de manejo de valores resultantes de procesos de titularización de cartera, cumplirá con las normas especiales contenidas a continuación:

a) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyecta sean generados por la cartera a titularizar;

b) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V., del valor de mercado de la cartera, siguiendo al efecto las normas de carácter general que determine el referido organismo;

c) Determinar el índice de siniestralidad en la generación de flujos proyectados de la cartera a titularizar, siguiendo para el efecto, las normas de carácter general que determine el C.N.V.;

d) Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía de los previstos en esta Ley, en los porcentajes de cobertura que mediante normas de carácter general determine el C.N.V.;

- e) Contar con una certificación del representante legal del constituyente de que la cartera no se encuentra pignorada ni que sobre ella pesa gravamen alguno;
- f) Determinar el punto de equilibrio para iniciar el proceso de titularización cuyas características deberán constar en el reglamento de gestión; y,
- g) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

viii.2.b) Procesos de titularización de inmuebles

Mediante este proceso de titularización inmobiliaria se transfieren títulos que conceden al participe una asociación o riesgo en los resultados de la explotación del activo y de su enajenación posterior, de manera que el beneficio que espera el inversionista viene dado por la valorización esperada del inmueble durante el plazo del contrato; lamentablemente este modelo no ha tenido mayor aplicación, nuestra norma lo define así:

Art. 154.- De los procesos de titularización de inmuebles.- La titularización de inmuebles consiste en la transferencia de un activo inmobiliario con el propósito de efectuar su transformación en valores mobiliarios.

El activo inmobiliario objeto de la titularización deberá estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias y no tener pendiente de pago los impuestos, tasas y contribuciones.

El patrimonio de propósito exclusivo así constituido puede emitir valores de participación, de contenido crediticio o mixto.

Además del cumplimiento de las normas generales antes enunciadas, la titularización de inmuebles deberá someterse a las normas especiales contenidas

a

continuación:

- a) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyectan sean generados por el inmueble a titularizar;
- b) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V.;
- c) Determinar el índice de desviación en la generación de los flujos proyectados siguiendo al efecto las normas de carácter general que determine el C.N.V.;
- d) Constituir al menos un mecanismo de garantía de los previstos en esta Ley, en los porcentajes de cobertura que mediante normas de carácter general determine el C.N.V.;
- e) Obtener una póliza de seguro contra todo riesgo sobre el inmueble, hasta tres meses posteriores al vencimiento del plazo de los valores producto de la

titularización, o al prepago de los valores, en los términos establecidos en esta Ley;

f) Obtener una certificación del registro de la propiedad correspondiente, de que sobre los inmuebles objeto de titularización, no pesa ningún gravamen durante la vigencia del contrato de fiducia mercantil;

g) Contar con dos avalúos actualizados, los cuales deberán ser efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo, de reconocida trayectoria en el ramo. Dichos avalúos deberán haber sido practicados dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del trámite de autorización de la titularización; y,

h) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

viii.2.c) Procesos de titularización de proyectos inmobiliarios.-

Como hemos, expresado, una de las notas características que atribuimos a los procesos de titularización, es el especial énfasis que se hace en el activo movilizable, el cual reiteramos que estará vinculado al desarrollo de las actividades económicas emprendidas por el originador, en este caso, la titularización de proyectos inmobiliarios comprende en sentido práctico la emisión de títulos mixtos o de participación que incorporen derechos alícuotas o porcentuales sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble, los diseños, estudios técnicos y de prefactibilidad económica, programación de obra y presupuestos, en este ámbito inferimos que este proceso comprenden los proyectos destinados y pensados como medios para captar recursos, concentrar y organizar recursos para un fin determinado, nuestra norma lo conceptualiza de esta forma:

Art. 155.- De los procesos de titularización de proyectos inmobiliarios.- La titularización de proyectos inmobiliarios consiste en la emisión de títulos mixtos o de participación que incorporen derechos alícuotas o porcentuales sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble, los diseños, estudios técnicos y de prefactibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para desarrollar un proyecto inmobiliario objeto de titularización.

El patrimonio de propósito exclusivo también puede constituirse con sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la ejecución del proyecto.

El activo inmobiliario, sobre el cual se desarrollará el proyecto objeto de la titularización deberá estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias y no tener pendiente de pago los impuestos, tasas y contribuciones.

El inversionista es partícipe del proyecto en su conjunto, obteniendo una rentabilidad derivada de la valoración del inmueble, de la enajenación de unidades de construcción o, en general, del beneficio obtenido en el desarrollo del proyecto.

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

- a) Emitir solamente valores de participación o valores mixtos;
- b) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyectan sean generados por el proyecto inmobiliario objeto de titularización;
- c) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V.;
- d) Determinar el índice de desviación en la generación de los flujos proyectados siguiendo al efecto las normas de carácter general que determine el C.N.V.;
- e) Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía de los previstos en esta Ley;
- f) Contar con dos avalúos actualizados realizados por empresas de reconocida experiencia en la materia, del bien inmueble sobre el cual se desarrollará el proyecto inmobiliario, los cuales deberán haberse practicado dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del proceso de titularización;
- g) Obtener un certificado del registro de la propiedad correspondiente, en el que conste que sobre el terreno no pesa ningún gravamen;
- h) Presentar un estudio técnico económico del proyecto;
- i) Presentar un estudio de factibilidad del proyecto;
- j) Presentar la programación de la obra;
- k) Presentar el presupuesto de la obra;
- l) Obtener una certificación de los constructores que acrediten experiencia en proyectos similares;

- m) El constructor deberá constituir y mantener en favor del patrimonio autónomo garantías bancarias o pólizas de seguros de fiel cumplimiento del contrato y de buen uso de los anticipos y de los fondos recibidos;
- n) Que la obra cuente con un fiscalizador de amplia trayectoria;
- o) Determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto cuyas características deberán constar en el reglamento de gestión;
- p) Obtener una póliza de seguro contra todo riesgo sobre el inmueble, hasta tres meses posteriores al vencimiento del plazo de los valores productos de la titularización, o al prepago de los valores, en los términos establecidos en esta Ley; y,
- q) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V..

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

Ahora bien, en lo atinente a este tipo, encontramos claras ventajas como; mayor flexibilidad de pago a los inversionistas –por ejemplo, frente a una sociedad que solo paga utilidades líquidas y realizadas- los inversionistas al formar parte del proyecto se vuelven participantes de estos en cuanto a la ganancia del negocio como tal; otra clara muestra de lo positivo de este esquema, es también vista desde la aplicación directa de los recursos obtenidos al proyecto emprendido (en el que se invierte), sin embargo, la experiencia cercana de otros países y el nuestro remarca que la aplicación más significativa en la más novedosa (proceso de titularización de fondos, como veremos más adelante).

En este tipo de titularizaciones vemos interesantes novedades detrás de su desarrollo; en la realidad ecuatoriana, estos procesos de titularización, en hora buena, han sido bien recibidos y colocados a personas naturales; en esta ocasión el inversionista (pequeño, si se quiere) se ve atraído por procesos novedosos, diferente al caso de otros procesos de titularización, a los que acuden otro tipo de inversionistas (mayormente inversionistas institucionales), consideramos que una parte importante

es el concepto que tiene el inversionista del producto invertido y que con facilidad (aún de lo complejo que éste es) lo lleva a situarse en una posición bastante similar a la de una sociedad que arroja utilidades a sus participantes; creemos que la sencillez y claridad en el concepto de ganancias hizo que estos procesos sean acogidos de forma casi inmediata en el mercado.

Lo que apreciamos es que estos proyectos *–promocionados, promovidos, comercializados–* son exitosos porque los inversionistas (partícipes) se ven cautivados por la magnitud del proyecto y por su ganancia ulterior y por sus ganancias, las cuales se extienden a la vida del proyecto, bien podríamos decir, como inversión a largo plazo, como si fuera una suerte de apuesta al proyecto promovido por un especial promotor; aspecto que también difiere de los otros procesos de titularización. Otro aspecto que no podemos dejar de lado es del lado del originador que titulariza el proyecto, sin duda éste último está dispuesto a “abrir su negocio a los demás” lo cual ayuda e incentiva a dinamizar al mercado;

Sin perjuicio de que más adelante, en el desarrollo investigativo, ahondemos en el estudio de casos, para ver con aplicación práctica las diferencias antes remarcadas, traemos a colación el siguiente caso de titularización de proyectos inmobiliarios, así en su momento la autoridad de control resolvió autorizar la oferta pública de los valores provenientes de la Titularización GM HOTEL, en dicho proceso, se puede ver con claridad meridiana, el desarrollo de un proyecto (inmobiliario-hoteler) generador de flujos por intermedio de este mecanismo de financiamiento; el monto aprobado fue de hasta \$20,000.000, el cual contempló para la conformación del patrimonio de propósito exclusivo la cantidad de 127.000,00 dólares que corresponden a un capital pre operativo y como activo <<susceptible de titularización>> la totalidad de las acciones de una compañía que era propietaria del terreno donde se desarrollaría el Proyecto (llamado GM Hotel) en esta novedad podemos ver con mayor amplitud los buenos resultados y bondades del proceso.

Tipología	Titularización de proyectos inmobiliarios	Titularización de activos
Activo	<p>Se lo identifica como un “activo inmobiliario”</p> <p>Los activos inmobiliarios podemos agruparlos así:</p> <p>Inmuebles: el lote en que se construirá el inmueble, los estudios técnicos y de factibilidad económica; también puede constituirse con sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la ejecución del proyecto, el cual deberá estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias y no tener pendiente de pago los impuestos, tasas y contribuciones.</p> <p>Proyectos de construcción (lotes o sumas de dinero): emisión de títulos respaldados por los flujos de efectivo futuros del proyecto inmobiliario objeto de titularización</p>	“Activo” de forma general
Sector al que contribuye	<p><u>Esta figura contribuye a la reducción de costos financieros en el sector inmobiliario;</u> pues tiene injerencia en la construcción y comercialización de proyectos; además de permitir la socialización de las obras o de los proyectos</p>	Esta figura contribuye a la reducción de costos financieros en el sector específico (que atañe al activo a titularizar).

viii.2.d) Procesos de titularización de flujos de fondos en general

Como bien se enunció anteriormente, y luego de presentado este cuadro diferenciador, consideramos que el estudio no sería integral sino abordáramos con especial detenimiento a los *procesos de titularización de flujos de fondos en general*,

mismo que como bien hemos remarcado ha sido reglamentariamente subdividido por el Consejo Nacional de Valores (Resoluciones CNV-003-2010 de 31 de mayo del 2010 y CNV-002-2011 del 2 de junio del 2011 publicadas en el Registro Oficial 227, de 2 de julio del 2010 y 461 del 2 de junio del 2011, respectivamente) en dos tipos; procesos de titularización de flujos de bienes que existen; procesos de titularización de flujos de bienes que se espera que existan, en su estudio, profundizaremos en lo siguiente:

viii.2.d.i) Acepciones del “Derecho de Cobro”

La expresión “*Derecho de Cobro*” como activo susceptible a ser titularizado, tiene su raíz en el Artículo 596 del Código Civil (que conceptualiza a los derechos personales); a partir, de este enunciado, podríamos decir que los flujos de fondos sólo pueden reclamarse respecto de ciertas personas y que éstos se componen de un contenido esencialmente económico, por lo tanto su índole será siempre patrimonial. En atención a los conceptos ensayados en la doctrina, el derecho de cobro consideramos que este derecho puede revestir dos formas; y que agrupamos en este sentido:

a) Los derechos de cobro, vistos como “*derechos subjetivos perfectos*”, son aquellos cumplen todos los requisitos para su validez (perfección jurídica). Nos referimos a que el derecho como tal, tiene todos los requisitos y elementos (formales-sustanciales) para ser exigibles, no habiendo sobre éstos, ningún tipo de limitación, en suma, confieren a su titular, la facultad de exigir la prestación que constituye su objeto.

Estos derechos de cobro, serán *derechos subjetivos perfectos* en la medida que efectivamente existen y su causa tenga como base la instrumentación de un acto jurídico (que surte efectos); tal y como es el caso; de un acto jurídico bilateral (llámese contrato) que ha creado derechos y obligaciones correlativas entre las partes. Acogiendo esta premisa y a nuestro humilde entender son este tipo de derechos los reconocidos en la regulación cuando

se aluden a los “procesos de titularización de *flujos futuros de fondos de bienes que existen*”

b) Para el entendimiento de los derechos de cobro, vistos dentro del marco de los “*derechos eventuales*”, encontramos importante referir la definición doctrinaria y que atribuye al derecho eventual una noción genérica que lo define así: “*un derecho futuro cuya adquisición está desde ya protegida por el otorgamiento de un derecho subjetivo encaminado a esa finalidad protectora*” (Alessandri Rodríguez-Somarriva Undurrada, 1971, p.275)

El derecho eventual se desdoblaría entonces en dos derechos; uno *provisional* y otro *definitivo*; el llamado *provisional* sería el otorgado para preparar la adquisición del futuro y definitivo; el derecho *definitivo*, el futuro, surgiría y reemplazaría al provisional cuando la eventualidad se cumpliría. En consecuencia, lo eventual es el *derecho futuro*, pues su posibilidad de nacer depende de la realización de la eventualidad; el derecho que precede al futuro, el provisional es puro y simple, tiene existencia propia.

Con detenimiento, los partidarios de la *noción genérica del derecho eventual*, detallan estas características:

La órbita del derecho eventual.- No entran en estos dominios, las simples expectativas ó derechos futuros no protegidos desde ya (como es el de los presuntos herederos de una persona mientras ésta vive); el ámbito del derecho eventual es el de la formación sucesiva del derecho subjetivo que ha alcanzado cierto grado de gestación o perfeccionamiento.

La simple expectativa entendida como la posibilidad extrajurídica de adquirir un derecho, basada en la concurrencia de uno o algunos elementos del supuesto de hecho de esa adquisición, pero sin que tal concurrencia sea valorada por la ley para otorgar protección a esa posibilidad. Precisamente, la simple expectativa se distingue del

derecho eventual en que éste al contrario de aquella encierra elementos de hecho calificados, que por sí solos mueven a la ley a otorgar protección a la posibilidad de adquirir el derecho futuro; la protección se traduce en el otorgamiento del llamado derecho provisional que sirve de medio para preparar el derecho futuro y definitivo; careciendo la “expectativa” e por sí sola de trascendencia jurídica.

La existencia y contenido del derecho eventual.- Todo derecho futuro protegido ofrece un derecho actual, incluso los llamados específicamente derechos eventuales: si bien la eventualidad, en razón de afectar a un elemento esencial del acto, impide que nazca el derecho futuro y el acto mismo, la falta de dicho elemento no se opone al surgimiento del derecho provisional y actual; éste deriva de la consecuencia de la reunión de un mínimo de requisitos legales en la persona del interesado o de la obligación o compromiso contraída por el co-contratante; así el derecho provisional (que es el actual, puro y simple que precede al derecho futuro antes de que este mismo se transforme en puro y simple por el cumplimiento de la finalidad) tiene como contenido facultades dirigidas a preparar y proteger la adquisición del derecho futuro y no prerrogativas de goce.

El derecho eventual supone un titular actual.- Por su esencia, el derecho subjetivo es poder atribuido a una persona, en ésta reciente aplicación, si el eventual es un derecho, consecuencia lógica resulta que deba tener necesariamente por soporte a una persona; no son derechos eventuales las situaciones jurídicas cuyo titular no existe o no está determinado.

En la mecánica de este derecho, el futuro cumplimiento del evento esperado (que se espera que exista) conlleva a que el titular –provisional- del derecho asuma la titularidad –definitiva- cuando concurra *la eventualidad*

como elemento, lo que no se opone ni limita a que bajo los parámetros adecuados éste pueda ser objeto a negociación el *derecho provisional y actual*

De lo antes expuesto, podemos colegir que, los *derechos eventuales* comprenden para su configuración, una fase menos firme, caracterizada por una inmadurez; derecho provisional que en orden a los compromisos contraídos asiste a su titular de facultades para proteger la adquisición del derecho futuro –definitivo-; en tal sentido, la falta del elemento que impide el surgimiento del derecho futuro no se opone al derecho provisional (bajo el esquema estudiado el derecho de cobro transferido por originador) cuyo reconocimiento estará dado por las los compromisos contraídos por su titular en las relaciones jurídicas (relación comercial producto de su actividad); que bien pueden ser susceptibles de valoración económica; ergo, activos susceptibles de titularización.

Es nuestra interpretación que, sobre la base de la naturaleza jurídica de los derechos personales (que sólo pueden reclamarse respecto de determinadas personas) se podrían configurar créditos futuros perfectamente posibles, y cuya ocurrencia responde a la confianza de la relación jurídica contraída, así de la eventualidad esperada (seriamente querido por las partes) el derecho provisional y actual –puro y simple- se transforma en un derecho definitivo– también puro y simple- como producto del compromiso asumido por la contratante (relaciones jurídicas que surgen de la práctica comercial consiste y reiterada cuyas prestaciones de índole jurídica – económica son susceptibles de ser verificadas y mejor aún cuantificadas)

Bajo este enunciado, consideramos que el ámbito de regulación de este tipo de derechos, se enmarca dentro del tratamiento aplicable para los “procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan”.

En un esquema conceptual especialmente doctrinario nos permite relucir diferencias, que las graficamos así:

Derecho subjetivo perfecto	Derecho de cobro	Existe Genera flujos determinables	Por la existencia, hay certeza	La propiedad es definitiva
Derecho eventual	Derecho de cobro	Se espera que exista Genera flujos determinables	Por la inexistencia, hay incertidumbre, pero confianza en que el hecho futuro ocurrirá	Durante la inmadurez del derecho, no hay propiedad

El Artículo Art. 156 de la Ley de Mercado de Valores contiene una lista de <<normas aplicables a los procesos de titularización de flujos de fondos en general>> disposición legal -mandatoria- que lejos de conceptualizar este proceso, predetermina un listado de normas que el agente de manejo deberá observar en relación a las titularizaciones que encierren esta característica.

Art. 156.- De los procesos de titularización de flujos de fondos en general.-

Cuando la titularización corresponda a flujos de fondos en general, el fiduciario cumplirá con las normas especiales contenidas a continuación:

- a) Establecer matemática, estadística o actuarialmente los flujos futuros que se proyecta sean generados por los activos o proyectos objeto de titularización;
- b) Emitir valores hasta por el monto que fije el C.N.V.;
- c) Determinar el índice de desviación de flujos;
- d) Constituir al menos uno de los mecanismos de garantía previstos en esta Ley, de modo tal que cubra el índice de desviación de flujos en el porcentaje que determine el C.N.V., calculado de conformidad con las normas de carácter general que el referido organismo determine;
- e) De ser aplicable, contar con dos avalúos practicados, sobre los activos objeto de titularización realizados por empresas de reconocida experiencia en la materia, los cuales deberán haberse realizado dentro de los seis meses anteriores a la fecha de iniciación del proceso de titularización;

- f) Obtener un certificado del registro de la propiedad correspondiente, en el que conste que sobre los activos no pesa ningún gravamen;
- g) Presentar estudios económicos y técnicos sobre la generación de los flujos futuros proyectados y el estudio de factibilidad correspondiente, según las características propias de los activos o proyectos;
- h) Determinar el punto de equilibrio para iniciar el proceso de titularización, cuyas características deberán constar en el reglamento de gestión; e,
- i) Las demás que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

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

viii.2.d.ii) Resoluciones administrativas

➤ Generalidades.-

El Consejo Nacional de Valores reformó la Codificación de Resoluciones, en lo que atañe a los procesos de titularización; mediante Resoluciones CNV-003-2010 de 31 de mayo del 2010 y CNV-002-2011 del 2 de junio del 2011 publicadas en el Registro Oficial 227, de 2 de julio del 2010 y 461 del 2 de junio del 2011, respectivamente. Las mencionadas resoluciones coinciden en (sus considerandos que anteceden a su expedición) en el objetivo de protección a los intereses de los inversionistas inmersos en los procesos de titularización, siendo su fin proteger la promoción de un mercado organizado, eficaz y transparente.

De las supradichas resoluciones, y en atención a sus considerandos, se extrae que el Consejo Nacional de Valores expidió las reformas con fundamento a la Ley de Mercado de Valores especialmente al último inciso del artículo 143 de la Ley de Mercado de Valores que faculta a la Superintendencia de Compañías a autorizar la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes a los señalados en el listado del referido artículo y; con base a lo dispuesto en el artículo 9 numeral 11, ibídem que faculta al órgano regulador en cabeza del C.N.V. a materializar las normas regulatorias de los procesos de titularización.

Mediante estas resoluciones, se introdujeron varias reformas, dentro de las principales constan; una modificación en los procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan para determinar el cálculo de los activos libres de gravamen; remarcándose que su fin era << mantener “uniformidad” frente a otras estructuras>>. Otra de las reformas apuntó a determinar las características propias de cada proceso de titularización, encomendándole al agente de manejo o el originador, constituir al menos uno de los mecanismos de garantía, así como también se admiten ciertas excepciones para que los originadores no cancelen las contribuciones por encontrarse inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

➤ Parámetros para la autorización de la emisión de los valores.-

A partir del Título III nombrado “Oferta Pública de Valores”, Subtítulo I “Valores”, Capítulo V “Titularización” en su Sección I, artículo 1 y subsiguientes de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, se sistematizan las normas que atañen a la autorización de los procesos de titularización, indicándose con especial detenimiento; la información que deberá remitirse para difusión, los parámetros para emitir los valores, entre otros componentes afines.

El primer inciso del artículo 1 y artículo 2 del cuerpo normativo citado, le atribuye responsabilidad al agente de manejo (que comprende; la *elaboración, análisis y verificación* de la información que contiene el proceso de titularización) para que acaecida la verificación íntegra del procedimiento, se conceda la autorización de la Superintendencia de Compañías (resolución aprobatoria); acompañando a esta petición una extensiva documentación; dentro de la que conste, principalmente; el Reglamento Interno, el facsímile del valor, el prospecto de oferta pública¹⁹ entre otros.

¹⁹ Ref. Título III intitulado “Oferta Pública de Valores”, Subtítulo I “Valores”, Capítulo V “Titularización” Art 6 (Numeral 5 y subsiguientes)

El sistemático cuerpo normativo antes referido, en el numeral 5 del artículo 1, modela el contenido de la información que se deberá remitir para la autorización de dichos procesos, y con especial particularidad se hace inventario de la documentación especial que deberá reunirse en el caso de los procesos de titularización de flujos futuros de fondos en general.

Siguiendo el orden de sus referencias numéricas (5.1, 5.2, 5.3)²⁰ encontramos que éstas recogen requerimientos que en su conjunto aluden a conocer la vida jurídica (certificaciones registrales) de los activos, complementando ello con información financiera (estudios técnicos – económicos, de factibilidad de la generación de flujos, la forma de determinar el punto de equilibrio, entre otros). Ahora bien, atendiendo a la especialidad de los procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan, la última referencia numérica puesta como 5.4., anticipa fundamentalmente que en el evento de que no se puedan obtener las certificaciones o de que no puedan extenderse por la naturaleza del activo; se hace una salvedad para que el agente de manejo celebre por instrumento público

“Art. 6 (...)

5. 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:

5.1 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.

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

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

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

5.5 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.

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

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

5.7.1 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.

5.7.2 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.

5.7.3 Valor de adquisición.

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

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

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

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

²⁰ Ref. Título III intitulado “Oferta Pública de Valores”, Subtítulo I “Valores”, Capítulo V “Titularización” **Art 1 (Numeral 5 y subsiguientes)**

“...5. **Información adicional para titularización de flujos de fondos:**

5.1 Certificación de que los activos integrados al patrimonio autónomo, están libres de gravámenes o limitaciones de dominio (certificados del Registrador de la Propiedad y Registrador Mercantil de ser el caso), de ser aplicable.

5.2 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.

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

una declaración juramentada, en la que determine que los activos están libres de gravamen²¹.

En la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores delineamos estas diferencias que permiten distar –a todas luces- los subtipos que comprenden los “procesos de titularización de flujos de fondos en general”.

Codificación de Resoluciones CNV	Procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que existen	Procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan
Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección I, Artículo 5	El <u>originador transfiere inicialmente</u> al patrimonio de propósito exclusivo, la <u>propiedad de un bien o activo existente</u> al momento de dicha transferencia, generador de flujos futuros, que pueda ser realizable o vendible, de ser necesario durante el proceso de titularización.	El <u>originador transfiere al patrimonio de propósito exclusivo, derechos de cobro sobre flujos futuros de fondos determinables</u>
Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección I,	Máximo de monto de la emisión.- No excederá el noventa por ciento	Máximo de monto de la emisión.- No excederá del cincuenta por

²¹ Ref. Ídem.

5.4. Para procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan, certificados conferidos por el Registrador de la Propiedad o por el Registrador Mercantil, según corresponda, de los cuales se desprenda que sobre los activos del originador no pesa algún tipo de gravamen, limitación al dominio, prohibición de enajenar, prenda industrial, prenda especial de comercio. Para aquellos activos que por su naturaleza no es posible presentar los certificados antes referidos, se deberá presentar una declaración juramentada del representante legal, otorgada ante Notario Público, que determine los activos libres de gravamen, limitación al dominio, prohibición de enajenar y/o prenda comercial ordinaria, con el compromiso de reposición y mantenimiento.

Los certificados o la declaración juramentada según el caso, serán en relación exclusiva al monto a ser autorizado para procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan.

En los referidos procesos de titularización en los que se haya constituido una garantía real, no se requerirá la presentación de los certificados o declaración antes indicados.

(Numeral incluido según RESOLUCIÓN No. CNV-002-2011, publicada en el Registro Oficial No. 461 del 2 de junio del 2011).

Artículo 5	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	ciento 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.
Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección IV, Artículo 17.	Mecanismo de garantía.- Deberá contar con dos garantías o más, todas en su conjunto deberán cubrir la relación antes señalada.	Mecanismo de garantía.- A más de la regla general preceptuada, la garantía será una fianza solidaria a favor del patrimonio de propósito exclusivo, por el cual se comprometa a cumplir totalmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas o una garantía real que cubra al menos el 25% del monto emitido.

viii.2.d.iii) Cuadro comparativo de los tipos de titularización de flujos de fondos en general

En concordancia con las resoluciones administrativas (Resoluciones CNV-003-2010 de 31 de mayo del 2010 y CNV-002-2011 del 2 de junio de 2011) que diferencian a los *procesos de titularización de flujos de fondos en general* y acogiendo los criterios doctrinarios antes repasados respecto del régimen jurídicos de los derechos de cobro en derechos subjetivos perfectos y bajo la modalidad de

derechos eventuales, se exhibe un cuadro que muestra una aplicación teórica y distingue los conceptos trazados:

Referencia	Procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que existen	Procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan
<p>Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores. Título III, Subtítulo I. Capítulo V. Sección I. Artículo 5.</p>	<p>El <u>originador</u> <u>transfiere inicialmente</u> al patrimonio de propósito exclusivo, la <u>propiedad de un bien o activo existente</u> al momento de dicha transferencia, generador de flujos futuros, que pueda ser realizable o vendible, de ser necesario durante el proceso de titularización</p>	<p>El <u>originador transfiere</u> al patrimonio de propósito exclusivo, <u>derechos de cobro sobre flujos futuros de fondos determinables</u></p>
<p>Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores. Título III, Subtítulo I. Capítulo V. Sección I. Artículo 5.</p>	<p>El monto de la emisión no excederá el noventa por ciento del valor presente de los flujos proyectados de acuerdo al presupuesto, estudio o documento que se presente durante el plazo de emisión</p>	<p>El monto de la emisión no excederá del cincuenta por ciento 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.</p>

Alcance de la transferencia (acorde al artículo 117 de la Ley de Mercado de Valores	El bien o activo que existe, en términos jurídicos podrá ser “aportado” y “transferido”	El bien o activo que no existe, pero que se espera que exista es desde el estricto punto hermenéutico jurídico “comprometido”
Tipología Teórica del Derecho de Cobro	Se encuadraría en el tipo de “derecho subjetivo “perfecto” (en términos jurídicos, surte efectos) Existen actos jurídicos respecto de los cuales las partes se reconocen derechos y obligaciones correlativas (contrato)	Se encuadraría en el tipo de “derecho “eventual” De las relaciones jurídicas y comerciales contraídas, hay confianza en que el hecho futuro –posible- que genera los flujos ocurrirá pudiéndose valorar derechos económicos

De la lectura atenta a exhibido y con especial atención a los artículos de la normativa antedichos, segregamos:

En consecuencia a la responsabilidad atribuida al agente de manejo para la elaboración, análisis y verificación de la información a ser presentada a la Superintendencia de Compañías al momento de efectuar una oferta pública de estos valores, los requerimientos consignados en la Ley (Art. 156 *ibídem*) parecerían apuntar a una individualización cuantitativa de los flujos o generarse; esto es de una proyección de lo que el originador espera recaudar en el futuro.

Dentro de los documentos de obligatoria presentación, se encuentran los estudios económicos, técnicos, factibilidad, así como avalúos practicados por empresas especializadas, entre otros. El compendio de documentación antes anotada, permitirá visualizar con indicadores la generación de los flujos futuros.

En concordancia a lo antes expuesto, es substancial la norma que exige al originador *acreditar la propiedad del activo transferido* al patrimonio de propósito exclusivo, dispuesta en el Artículo 11 de la Codificación de las Resoluciones expedida por el Consejo Nacional de Valores (Capítulo V, del subtítulo I del Título III) que en su parte pertinente dispone:

Art. 11.- Las personas naturales o jurídicas que vayan a actuar como originadores en un proceso de titularización, deberán acreditar la propiedad de los activos transferidos al patrimonio autónomo y justificar las rentas, los derechos de contenido económico y los flujos futuros que éste va a generar.

Para el caso de los procesos de titularización de flujos futuros de fondos, en el que se transfiera un derecho de cobro, esta transferencia no deberá estar sujeta a condición suspensiva o resolutoria; igualmente, sobre el derecho de cobro de los flujos futuros de fondos transferidos por el originador, al fideicomiso mercantil o fondo colectivo, no existirán gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, ni condiciones suspensivas o resolutorias.

Viii.3.-Aspectos relevantes a los procesos de titularización

Para la integridad del estudio, y como aplicación atribuible a los procesos de titularización consideramos conveniente culminar este acápite con la revisión de algunos aspectos relevantes a los procesos que hemos venido estudiando:

Viii.3.1.-Riesgos que afectan a los títulos y a la calificación de riesgo

En la generalidad de los casos, el análisis de los riesgos está estrictamente relacionado al tipo de activo transferido para el proceso de titularización; sin embargo, para cuando se analiza el riesgo en los “procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan” la calidad del originador se mira con especial relevancia como veremos. Podría ocurrir que la producción del bien ó servicio generador de flujo sufra algún tipo de daño (suspensión de sus operaciones, quiebra o cualquier otro escenario que impida la buena marcha del flujo comprometido) que impida la obtención del flujo de fondo cedido; riesgo que podría conllevar a que el fideicomiso mercantil como vehículo titularizador no pueda hacer frente a las obligaciones frente a los terceros (inversionistas).

Otro ejemplo aún más común que visualiza el riesgo y que coincide en estas estructuras; es que el originador se mantenga su calidad de agente de cobro (servicer). Consecuentemente, estos riesgos repercuten en la calificación de los títulos, por lo que la solidez de la empresa generadora de los flujos se torna esencial, debiendo evaluarse el denominado *riesgo performance*²², para su entendimiento cabal sobresale este caso:

Otro ejemplo de securitización de flujos de fondos futuros lo encontramos en los fideicomisos Universidad de Palermo I y II, por medio de los cuales se titulizó los pagos de sus alumnos en contraprestación por los servicios educativos. Tal como veremos más adelante esta clase de transacciones tiene un análisis de riesgo diferente al caso de estructuras con activos ya existentes. Lo dicho responde a la necesidad de que se siga generando el servicio o el bien que es retribuido con el flujo de fondos securitizado -riesgo performance-. (Diploti, N., P. Gutiérrez y A. Malumián. 2006, p. 181).

El órgano regulador consciente en que los procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan, mira con atención calidad del originador; así se reguló la obligatoriedad de que éstos se inscriban en el Registro del Mercado de Valores; consignándoles como un requisito para la aprobación de la oferta pública de ese tipo de valores, dicha inscripción²³.

Viii.3.2.-Mecanismo de garantía, mejora o resguardos.-

Ante el riesgo performance anteriormente mencionado, existen varias formas de mejoramiento crediticio (*credit enhancement*) de los títulos emitidos, tales como; el

²² El aludido riesgo performance es un concepto habitual en la literatura relacionada con la gestión de carteras formadas por activos financieros. La traducción literal de este anglicanismo permite obtener varios sinónimos, entre los que destacan, el sentido de resultado o rendimiento. Disponible en www.ciberconta.unizar.es

²³ Ref. Subtítulo v. Sección II, capítulo II ORIGINADORES DE PROCESOS DE TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS TÍTULO III OFERTA PÚBLICA DE VALORES SUBTÍTULO I VALORES Art. 1.-)

otorgamiento de un aval o fianza que respalde directamente a los inversionistas, la transmisión de más activos –a los necesarios- (*overcollateralization*), la reserva de fondos en el fideicomiso (*sink fund*) en una especie de “fondo rotativo”; relievándose la importancia de administrar (prevenir y mitigar el riesgo) con adecuados mecanismos de garantía, para efectos didácticos, podrán ser vistos como²⁴; Internos: subordinación de la emisión, sobrecolateralización, exceso de flujos de fondos, sustitución de activos y, Externos: contratos de apertura de crédito, garantías o avales, garantía bancaria o póliza de seguro, fideicomiso en garantía.

Ahora bien, la elección entre las cauciones enunciadas dependerá de la clase de activo titularizado, del proceso de titularización a más de otros factores (como por ejemplo los índices de siniestralidad²⁵) lo que no se puede perder de vista es que, el efecto de añadir garantías a los activos titularizados trasciende a no sólo reducir el riesgo de la emisión sino que busca mejorar la calificación de riesgo y con ello la determinación del precio y las posibilidades de colocación.

Una novedad regulatoria, introducida por las tan nombradas resoluciones administrativas expedidas por el Consejo Nacional de Valores en materia de procesos de titularización de bienes cuya existencia se espera, se encuentra en, la obligatoriedad de que el originador deba constituir –también-una “fianza solidaria” a favor del patrimonio de propósito exclusivo, caución que se deberá ajustar a estos parámetros:

- a) Será en beneficio de los tenedores de los valores emitidos (beneficiarios)

²⁴ Como referencia para la división de las garantías propuesta en el presente trabajo, hemos tomado el esquema planteado por el autor ecuatoriano Mario Larrea Andrade, cuyo trabajo se ha citado amplitud en el presente estudio. (*Ob. cit, p. 109-111*).

²⁵ Según el artículo 150 de la ley de Mercado de Valores, los mecanismos de garantía deben cubrir en 1.5 veces el índice de siniestralidad o el de desviación.

- b) Comprenderá la conjugación de derechos con obligaciones con un nacimiento escalonado -de tracto sucesivo- (conforme se van adquiriendo las obligaciones para con los inversionistas)
- c) Abarcará la totalidad de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas derivados de la relación genérica entre éstos y el patrimonio de propósito exclusivo

Viii.3.3.-La auditoría externa en los procesos de titularización.-

Circunscritos al concepto de “AUDITORIA EXTERNA” determinado en el artículo 194 de la Ley de Mercado de Valores²⁶ se ve con claridad, que dichas compañías (inscritas en el Registro del Mercado de Valores) dan a conocer su opinión sobre la razonabilidad de los estados financieros así como de los resultados de las operaciones de la entidad auditada, pudiendo también expresar recomendaciones respecto de los procedimientos contables y del sistema de control interno.

En el artículo antedicho, se estableció con carácter mandatorio que los *valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores* deberán contar con auditoría externa, fijándose como periodicidad mínima un año, supuesto legal aplicable para aquellos valores emitidos en consecuencia de un proceso de titularización; así la *evaluación de los sistemas de control interno y contable* y la especial tarea de revelar al ente supervisor; aquellas situaciones que a su buen criterio representen “*dudas razonables*” es una tarea importante de las auditoras, y, respecto de las que se espera

²⁶Ref. Ley de Mercado de Valores.

Art. 194.- Del concepto.- Se entenderá por auditoría externa la actividad que realicen personas jurídicas, que, especializadas en esta área, den a conocer su opinión sobre la razonabilidad de los estados financieros para representar la situación financiera y los resultados de las operaciones de la entidad auditada. También estas entidades podrán expresar sus recomendaciones respecto de los procedimientos contables y del sistema de control interno que mantiene el sujeto auditado. Las instituciones reguladas por esta Ley, así como los emisores de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores estarán obligados a llevar auditoría externa. Dicha auditoría deberá efectuarse por lo menos anualmente de acuerdo con las normas que para el efecto dicte el C.N.V.. Para el control de las operaciones, que realicen las entidades públicas, en aplicación de esta Ley, podrán contratarse firmas auditoras externas, previa autorización de la Contraloría General del Estado, cuando las entidades estén sometidas a su control. Para tal efecto se aplicarán las disposiciones previstas en esta Ley, en lo que no se opongan a las leyes de control pertinentes.

sirvan para la toma medidas de corrección ante cualquier evento que impida la buena marcha del negocio (entendiéndose a la titularización).

Bajo la perspectiva de lo expuesto, el artículo 202 *ibídem*; sumariamente expone dentro de las obligaciones encomendadas a las firmas auditoras, la emisión de informes mediante el empleo de técnicas y procedimientos que garanticen juicios válidos y suficientes que sustenten el contenido del dictamen, concediéndoles la facultad para (Art. 199 *ibídem*) examinar todos los libros, registros, documentos y antecedentes de la entidad auditada.

Viii.3.4.-La calificación de riesgo.-

El procedimiento de calificación comprende que una entidad especializada, mediante la aplicación de metodologías técnicas que determinen el nivel de riesgo asociado a los procesos de titularización y al agente de manejo (administrador). Las metodologías de clasificación, suele incluir tanto; la evaluación del activo como la entidad administradora, sin dejar de ser cierto que, a título de “información de apoyo” la calificación en el caso de titularizaciones de flujos de fondos deberá incluir un análisis del originador.

La evaluación de la entidad consiste en una opinión sobre la calidad y consistencia de desempeño pasado, actividad que se realiza mediante el análisis de los factores cualitativos referentes al *management*, administración, propiedad; indagando sobre el riesgo propio de la inversión, las características para su comprensión. De esta manera, en el informe final se incorporarán los datos relevantes de cada institución calificada, de los que abstraemos; *la posición del mercado, fortalezas, debilidades y riesgos de invertir dinero en este tipo de instrumentos*, así como *el reconocimiento de la calidad de los activos de cada vehículo de inversión*; supuesto aplicable a los procesos de titularización que hemos venido asimilando.

Son las normas complementarias expedidas por el Consejo Nacional de Valores (Sección III. Capítulo III; Subtítulo IV. Título II, las que determinan en su artículo 20, las << *Áreas de análisis en la calificación de valores provenientes de*

procesos de titularización.- >> dentro de las que, en función a la naturaleza de los valores emitidos, se incluye una <<evaluación matemática, estadística y actuarial de los flujos que hayan sido proyectados en base a la generación de recursos >> , así como un <<análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas >> entre otros factores.

TÍTULO IX.-

LOS MEDIOS DE PROTECCION AL INVERSIONISTA

EN EL MERCADO DE VALORES

ix.a) El buen gobierno corporativo como medio de protección

ix.a.1) Nociones de las prácticas del buen gobierno corporativo.-

El Banco de desarrollo de América Latina (CAF) ha definido al Gobierno Corporativo como el “conjunto de prácticas que una empresa, pública o privada, cotizada o no, adopta, implementa y cumple, y que le permiten articular de forma razonablemente eficiente el conjunto de intereses difusos y muchas veces contrapuestos que defienden las distintas partes interesadas en la empresa”.

La finalidad del buen gobierno corporativo es buscar transparencia y equidad en las empresas, pero principalmente la protección de todas las partes interesadas en los procesos, tales como los inversionistas, empleados, acreedores, y todos los demás entes que tengan vinculación con la misma. (Nuestro el subrayado).

Varón Palomino (2008) en el estudio que realiza sobre los diversos medios jurídicos que existen para defender los derechos e intereses legítimos de los inversionistas, en el ámbito de las normas de gobierno corporativo, señala que la protección contractual es complementada por las normas de gobierno corporativo adoptadas por las entidades prestadoras de los servicios quien al haber consagrado un

código de buen gobierno o de conducta adopta reglas y principios que a la vista mantienen la transparencia entre los distintos grupos de interés (*stakeholders*) (p.43).

Con este antecedente, relatamos esta reflexión²⁷:

Cualquier inversionista sensato preferirá invertir en una empresa que cuente con directores independientes, que reporte constante y puntualmente hechos de importancia, que se muestre respetuosa de los derechos de los accionistas minoritarios, etc; frente a la posibilidad de invertir en una empresa que ha recibido sanciones por no reportar información, que no implementa los procedimientos legalmente establecidos para la preservación de los derechos de las minorías, etc. Evidentemente, el inversionista también debe encontrarse en situación de analizar estos riesgos y tomar su decisión de inversión en base a ellos. (Delamar, 2011 p. 492).

Con el pensamiento anterior (traído de la realidad peruana) encontramos la praxis del primero de los ejes de actuación del derecho en lo referente al *gobierno corporativo*, el cual comprende el tratamiento y estándares de la información corporativa que se entrega a los inversionistas, teniendo en cuenta de que este conocimiento, puede influir de manera directa en sus decisiones económicas.

Trasladando este pensamiento a los procesos de titularización estudiados, las normas complementarias compiladas en la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores (Sección III. Capítulo III; Subtítulo IV. Título II) recogen un sentido práctico del gobierno corporativo, atribuyéndole a las Calificadoras de Riesgo, la tarea de analizar si la entidad originadora cuenta o no con prácticas de buen gobierno corporativo

²⁷ José Antonio Delamar, en un estudio publicado en la revista semestral IUS ET VERITAS No. 16 titulado “*Algunas ideas acerca de la autorregulación bursátil*” estudió con amplitud el régimen de protección al inversionista relevando el pensamiento citado, el antedicho artículo forma parte de las investigaciones recopiladas en la obra que se ha consultado con ventaja en el presente trabajo (Nos referimos al “Compendio de Mercado de Valores” publicado por la Asociación Civil peruana IUS ET VERITAS en el año 2011).

Art. 19.- Áreas de análisis en la calificación relativos al emisor y al caucionante.- Las áreas de análisis comprenderán los aspectos macro y micro empresariales, así como los del valor a emitirse. Esto es:

4. Estructura administrativa y gerencial: En este ámbito se estudiarán aspectos tales como calificación de su personal, prestigio y calidad de la dirección empresarial, sus sistemas de administración y planificación y si cuenta o no con prácticas de buen gobierno corporativo. (Nuestro el subrayado)

ix.a.2) Implementación de las prácticas del buen gobierno corporativo.-

Como bien hemos notado, no basta la imposición de la norma, resulta más interesante aun, observar como la autoridad de control (Superintendencia de Compañías en el Ecuador) ha venido haciendo realidad este proceso, no pudiendo dejarse de enunciar que desde el año 2006 se han concentrado los esfuerzos para la socialización de los beneficios que atrae las prácticas de buen gobierno corporativo, cuya muestra se da con la firma de un convenio de cooperación técnica suscrito con la Bolsa de Valores de Quito.

El objetivo de dicho documento se inclinó en focalizar el desarrollo y aplicación de prácticas de buen gobierno corporativo en el quehacer empresarial; instrumento de trabajo diseñado por la Corporación Andina de Fomento (CAF), la Bolsa de Valores de Quito BVQ y la Superintendencia de Compañías del Ecuador; con esperanza firme de contribuir a que los interesados (administradores, auditores independientes, accionistas mayoritarios y minoritarios, proveedores, entre otros) conozcan y participen activamente tal como ha acontecido con otros países vecinos, y cuyos preceptos están recogidos en estos principios:

Transparencia en la Junta General de Accionistas	Este principio busca básicamente permitir que puedan asistir la mayor cantidad de accionistas a la Junta, para lo cual recomienda que las convocatorias se realicen con tiempo de la forma legalmente establecida en la ley de compañías y pudiendo utilizar medios electrónicos adicional a la publicación por la prensa
---	---

<p>Estructura y Responsabilidad del Directorio de la Empresa</p>	<p>Este principio sugiere que el número de los miembros del Directorio, debería ser acorde al tamaño de la empresa o al número de accionistas de la misma para obtener una eficaz administración y gobierno de la compañía, se debe tener en cuenta que el director debe ser independiente y tratar de no tener vinculación para que no exista conflicto de intereses en la administración de la empresa.</p>
<p>Derecho y trato equitativo a los accionistas y protección a los accionistas minoritarios</p>	<p>Este principio busca que prime el criterio de justicia tanto para los accionistas minoritarios como para los mayoritarios, basados en la transparencia de la información para ellos y para terceros y la equidad.</p>
<p>Auditoría y presentación de información financiera y no financiera</p>	<p>Uno de los pilares del Buen Gobierno Corporativo es la información fidedigna, real, completa, oportuna y las reglas claras para todos los partícipes del proceso del Buen Gobierno.</p>

ix.b) El régimen normativo de protección al inversionista.

No es ajeno al mercado de valores y por ende aplicable a los procesos de titularización, aquel aforismo jurídico que reza “*Un inversionista informado es un inversionista protegido*”. Acorde a lo dispuesto en el Artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores, los inversionistas son *partes esenciales* en los procesos de titularización, quienes *adquieren e invierten en valores emitidos por efecto del proceso de oferta pública*, sobre la base de la confianza (fe pública) en el mercado de valores, con especial atención al compromiso del agente de manejo a ejercer una “buena administración” (como resultado del negocio típico fiduciario) sin tomar una posición que asegure resultados al respecto.

El ya citado autor colombiano Varón Palomino (2008) en lo que se refiere a los regímenes de protección al inversionista estableció que en la *órbita contractual*, el inversionista, como parte en el negocio jurídico celebrado con el administrador fiduciario tiene derecho a exigir a éste último el cumplimiento de obligaciones contraídas, y en caso de ocurrir un incumplimiento justificado que ocasione pérdida patrimonial, puede ejercer la acción de responsabilidad para demandar ante el juez

competente la indemnización integral de los perjuicios irrogados por el incumplimiento del gestor. (p. 42).

Ahora bien, en la vía administrativa, la autoridad de supervisión (léase Superintendencia de Compañías) puede intervenir con carácter preventivo, mediante la revisión del contrato, prospecto, reglamentos, a fin de evitar cualquier tipo de abuso, así como la observancia las normas de debida diligencia, entre otros factores afines; lo que constituye en su conjunto un control de carácter preventivo el cual es complementado con mecanismos legales particularmente recogidos en la normativa vigente, en salvaguarda a los inversionistas.

ix.b.1) Suspensión de las operaciones de mercado de valores.-

Sobre la base de la potestad administrativa conferida la Superintendencia de Compañías, se valúan prerrogativas para que el ente de control cumpla su labor de controlar el buen funcionamiento y desarrollo del mercado de valores, particularmente recoge el artículo décimo de la Ley de Mercado de Valores, como una atribución del ente controlador, la *suspensión de las operaciones de mercado de valores*, norma que reafirma la obligación estatal de proteger el interés –colectivo- de los inversionistas.

Art. 10.- De las atribuciones y funciones de la Superintendencia de Compañías.- Además de las funciones señaladas en la Ley de Compañías, para efectos de esta Ley, a través de las Intendencias de Mercado de Valores de Quito y de Guayaquil y de aquellas que creare el Superintendente de Compañías en función del desarrollo del mercado de valores, gozarán de autonomía técnica y operativa y tendrán las siguientes atribuciones:

21. Previa consulta urgente con el Ministro de Economía y Finanzas, Superintendente de Bancos y Seguros, Gerente del Banco Central del Ecuador y presidentes de las bolsas de valores del país, la Superintendencia de Compañías, a fin de preservar el interés público del mercado así como brindar

protección a los inversionistas, podrá suspender temporalmente hasta por un término de siete días, las operaciones de mercado de valores en caso de presentarse situaciones de emergencia que perturbaren o que ocasionaren graves distorsiones que produzcan bruscas fluctuaciones de precios. (Nuestro el subrayado)

ix.b.2) Inscripción en el Registro de Mercado de Valores.-

Las entidades del mercado de valores se encuentran sometidas a un régimen jurídico-técnico especializado, que norma como obligatorio para dichas entidades: su *inscripción*, para los efectos de publicidad y como un medio de mantenerlos listados en un auténtico registro (Registro de Mercado de Valores). Para este efecto, se obedecerá a cuatro aspectos; *la tipificación de la actividad* (delimitando las actividades a mercado de valores) *la identidad del prestador de servicios* (agente de manejo) *las condiciones de acceso al mercado* (estructura tecnológica, financiera y humana) *la delimitación de la prestación de los servicios y las condiciones sucesivas propias del ejercicio* (mantenimiento de la información).

Con estos presupuestos, nuestra normativa complementaria ha establecido como requisito -sine qua non- la inscripción del emisor y de los valores a ser emitidos en el Registro del Mercado de Valores, obligándolos a éstos a difundir la información acorde a lo a los parámetros que dicte el órgano regulador (C.N.V)²⁸ y además a sujetarse a restricciones respecto de lo que es objeto a divulgación.

²⁸Ref. Codificación de la Ley de Mercado de Valores.

Art. 19.- De la responsabilidad.- La inscripción en el Registro del Mercado de Valores no implica certificación, ni responsabilidad alguna por parte de la Superintendencia de Compañías respecto de la solvencia de las personas naturales o jurídicas inscritas, ni del precio, bondad o negociabilidad del valor o de la entidad inscrita, en su caso. La información presentada al Registro del Mercado de Valores es de exclusiva responsabilidad de quien la presenta y solicita el registro. Toda publicidad, propaganda o difusión por cualquier medio, realizada por emisores, intermediarios de valores y otras instituciones reguladas por esta Ley, deberán mencionar obligatoriamente esta salvedad.

La inscripción obliga a los registrados a difundir la información de acuerdo con las normas que para el efecto expedirá el C.N.V. (Nuestro, el subrayado).

Art. 12.- De los requisitos.- Para poder efectuar una oferta pública de valores, previamente se deberá cumplir con los siguientes requisitos:

1. Tener la calificación de riesgo para aquellos valores representativos de deuda o provenientes de procesos de titularización, de conformidad al criterio de calificación establecido en esta Ley. Únicamente se exceptúa de esta calificación a los valores emitidos, avalados o garantizados por el Banco Central del Ecuador o el Ministerio de Economía y Finanzas, así como las acciones de compañías o sociedades anónimas, salvo que por disposición fundamentada lo disponga el C.N.V. para este último caso; (Nuestro los subrayados).
2. Encontrarse inscrito en el Registro del Mercado de Valores tanto el emisor como los valores a ser emitidos por éste; y,
3. Haber puesto en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

La Superintendencia de Compañías procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores, una vez que los emisores le hayan proporcionado, la información completa, veraz y suficiente sobre su situación financiera y jurídica de conformidad con las normas que expida el C.N.V.(Nuestro, el subrayado)

Pues bien, una vez concedida la facultad estatal supradicha, se le atribuye también la para suspender la inscripción de los participantes o valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, medida de carácter administrativo encomendada al Consejo Nacional de Valores (C.N.V.) para los supuestos en que sea necesarísimo tomar una medida forzosa, a la vez que, no exista por esta medida no se genera una afectación a la competitividad y eficiencia de los mercados.

Art. 22.- De la suspensión de la inscripción.- La Superintendencia podrá suspender mediante resolución fundamentada la inscripción de los

participantes o valores sujetos a inscripción en el Registro del Mercado de Valores cuando: 1. Por causas supervinientes a un participante, valor, acto o contrato, objeto de registro, se le imposibilitare temporalmente cumplir la función que le corresponde; 2. Dejare de cumplir con uno o varios de los requisitos para la inscripción; 3. A juicio del C.N.V. así lo requiera la protección de los derechos o intereses de los inversionistas, de terceros o del público en general; y, 4. Por causa de incumplimiento de esta Ley, sus normas complementarias y de autorregulación y demás normas que expida el C.N.V. (Nuestro, el subrayado)

ix.b.3) Información disponible al inversionista

Hemos podido constatar que nuestra normativa en varias de sus disposiciones, ampara los derechos del inversionista, salvaguardia que se complementa con los parámetros recogidos para el suministro y entrega de información, forma de difusión, oportunidad de la revelación, eficaz entrega, entre otros aspectos.

Art. 149.- De la periodicidad de la información.- El C.N.V., dictará las normas de carácter general respecto del contenido y periodicidad de la información que el agente de manejo deberá poner a disposición de la Superintendencia de Compañías y de los inversionistas.

Art. 157.- Del prospecto de oferta pública.- 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. (Nuestro el subrayado)

Justamente ante la necesidad imperiosa de propiciar el buen funcionamiento de los mercados, la normativa disciplina el carácter de la información a proveer a los inversionistas para la toma de decisiones, siendo importante el rol que asume el agente de manejo frente a los inversionistas que adquirieron los títulos de los procesos de titularización; comprometiéndose éste último a; remitir toda la información continua y ocasional “mientras se encuentren en circulación los valores”²⁹, y una vez finalizada el plazo de la oferta pública; presentar un informe detallado sobre la situación del proceso de titularización.

Como se ha mostrado, la normativa legal vigente incluye disposiciones tendientes a proveer a los inversionistas *información confiable, suficiente y oportuna*, en cautela a sus intereses; disposición acogida en el Artículo 9 de la Sección III Capítulo V Subtítulo I Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

“Art. 9.- Información disponible al inversionista.-

Además de la información prevista en el contrato del mecanismo utilizado para titularizar y en el reglamento de gestión, el agente de manejo deberá poner a disposición de los inversionistas, la información requerida para el mantenimiento de la inscripción en el Registro del Mercado de Valores, del fideicomiso mercantil y del fondo colectivo de titularización; además de un informe semestral detallado sobre la situación del proceso de titularización, con énfasis en el desarrollo del proyecto, cuando fuera del caso”.

²⁹Artículo 7 de la Sección III Capítulo V Subtítulo I Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores,

Norma complementaria que especialmente regula la información que el agente de manejo deberá remitir de forma mensual, la que incluye, entre otros, detallar la; cuantía colocada, condiciones de plazo y de rendimiento de los valores emitidos en el mes, el valor total de los documentos en circulación al corte del mes, la información consolidada sobre los compradores de los documentos, clasificados por grupos, con indicación del monto adquirido por cada grupo.

Como secuela de lo expuesto, conviene remarcar que las normas antes expuestas se soportan en la regla llamada “*full disclosure* o plena información” por el cual se obliga a la entidad (que funge como vendedor de los títulos) a comunicar toda la información relevante al comprador *mediante el prospecto de oferta pública y otros medios de publicidad*, buscando que las partes cuenten con bases (suficientes y amplias) para evaluar la transacción; supuesto aplicable a los procesos de titularización.

TÍTULO X.-

VENTAJAS

Iniciaremos este apartado, con la siguiente reflexión:

El mercado de valores en el Ecuador no es más que la cristalización de varias aristas de una compañía, al pasar el filtro de varias instancias de evaluación económica como la calificación de riesgo, se crea un precedente de diagnóstico de la verdadera fortaleza de creación de flujos y sostenibilidad de los mismos en el tiempo, la ventaja de entrar a un mercado desarrollado es que se va aprendiendo de la mano de todos los actores y en cada emisión se depuran cuestiones técnicas que parecieron invisibles en su momento, contribuyendo notablemente a crear camino propio y de terceros en la calidad de futuras estructuraciones.

(Inventario Bolsa De Valores De Quito, 2009-2010, pp219-220).

Como hemos remarcado, a lo largo del presente trabajo, el mercado de valores ofrece a las empresas una amplia gama de alternativas de fondeo para completar su estructura de financiamiento; la titularización permite al originador obtener liquidez al tiempo presente, mediante la transferencia de activos que generan flujos futuros (*elevada certeza y alta probabilidad de ocurrencia en el futuro*) resaltándose en esta óptica su mayor utilidad como instrumento de conversión; beneficio que trasciende a los diferentes segmentos y partícipes como reluciremos a continuación en la enunciación de las ventajas de cara al mercado, al originador y por supuesto a los inversionistas.

x.a) Ventajas del proceso de titularización para el mercado

- e) Introduce en el mercado un nuevo instrumento financiero de inversión que permite una captación efectiva de capitales constituyendo una diferente y novedosa fuente de financiación, al permitir movilizar los créditos.
- f) Permite mayor independencia financiera, restando la subordinación de los agentes económicos al mecanismo bancario tradicional, mostrando una nueva fuente de acceso para obtener recursos.
- g) En corolario a que la titularización es una fuente de financiamiento alternativa, diferente de las ofrecidas tradicionalmente por el sistema financiero; se convierte en una opción interesante para la empresa originadora que se constituye en agente ya que le permite convertir sus activos de lenta rotación en activos líquidos; lo que permite ver que el costo de financiamiento bursátil como competitivo y atractivo para la empresa.
- h) La implementación y desarrollo de la titularización amplía sustancialmente la oferta de títulos a ser emitidos creando una profundización del mercado de capitales por variedad en la oferta de títulos.
- i) Al proporcionar recursos del mercado de capitales a un menor costo se brinda a las compañías; públicas y privadas una verdadera reducción en sus costos financieros.
- j) Las titularizaciones incluyen colaterales y resguardos especialmente diseñados acorde a la estructura y tipo implementado brindando una adecuada cobertura de los riesgos en protección al desarrollo de los mercados.
- k) Se brinda al mercado un libre acceso a tasas de interés atractivas, pues éstas son resultado de la estructuración y calificación de riesgo obtenida para la emisión contribuyendo a una mayor capacidad de inversión y crecimiento de las empresas al obtener para una mejora en el nivel de liquidez.
- l) Disminuyen recursos ociosos y facilita la inversión en nuevos proyectos a la vez que aumenta la liquidez para la adquisición y negociación de activos financieros.

x.b) Ventajas al originador

- a) Se optimiza el uso de los activos de propiedad del originador, al dotarlos de liquidez llevándolos a transformarse en valores financieros, susceptibles de ser colocados entre el público inversionista, generando así importantes flujos de recursos para el emprendimiento de otras actividades.
- b) Permite estructurar la emisión "a la medida" de las necesidades y expectativas de la empresa originadora toda vez que reconoce la marca y presencia del originador en el mercado, puesto que se encuentra implícitamente comprometido su buen nombre.
- c) Mejora el ratio de liquidez, al transferirse activos ilíquidos o de lenta rotación y obtenerse efectivo y una vez que acaece el cumplimiento del originador con su proyección de flujos presentada, mejora sus indicadores de cumplimiento.
- d) La empresa no afecta su posición financiera con un margen de endeudamiento, al no adquirir pasivos, siendo el movimiento patrimonial a título de "aporte", pudiendo éste elegir las formas de pago de capital e intereses.
- e) La evaluación de los riesgos se enfoca principalmente en el activo a titularizar y no necesariamente en el originador, siendo entonces puesta de lado la calidad crediticia del originador, siendo lo importante la calidad del activo que sirve de respaldo de dicha emisión.
- f) La empresa originadora mantendrá su relación estrictamente con el agente de manejo, continuando su desempeño como un "administrador" de los activos.

x.c) Ventajas al inversionista

- a) El inversionista posee un valor cuyo riesgo no corresponde ni se asemeja a los activos titularizados; lo que a priori permite ofrecer al inversionista un producto final de menor riesgo y de mejor calidad.

- b) Representa una alternativa distinta y exótica que ofrece a los inversionistas una rentabilidad diferente, frente a los rendimientos tradicionales propios de la banca.
- c) Contribuye a la uniformidad en los pagos y en las fechas, el inversionista conoce de antemano el flujo que habrá de recibir a título de rendimiento, así como la devolución de su capital en las fechas precisas.
- d) Permite a los inversionistas obtener diversificación en su portafolio, adquiriendo valores de alta calidad crediticia, creándose un blindaje a favor del inversionista, por efecto de que la fiduciaria como agente de manejo del proceso, asume la responsabilidad de realizar los pagos a los inversionistas.
- e) La conformación del patrimonio exclusivo que respalde la emisión representa para los inversionistas una seguridad de que los activos titularizados y los flujos por ellos generados están separados única y exclusivamente para responder por sus inversiones; resguardo que se amplía con la constitución de los mecanismos de garantía que se regulan para cada proceso, y que en el *proceso de titularización de bienes cuya existencia se espera* se ve reforzada con el otorgamiento de una garantía por parte del originador.

CAPÍTULO III

METODOLOGÍA

MODALIDAD DE LA INVESTIGACIÓN.-

En este apartado, enunciaremos los métodos y técnicas empleados y la forma de utilización de las fuentes obtenidas para el desarrollo del presente trabajo, el cual acogiendo la investigación cualitativa no interactiva, inició con un estudio y análisis del régimen jurídico de la titularización de activos dentro del ordenamiento jurídico, considerando; el tema, el problema planteado y los objetivos a alcanzar en el desarrollo de la presente investigación. Además, y por ser la temática propiamente un contenido jurídico y financiero, en la que el aspecto esencial es la normatividad y el aspecto fáctico del instituto, hemos tomado como fuente las principales bibliografías que la materia requiere, así como aquellos pronunciamientos recogidos por la jurisprudencia comparada. Para lograrlo, empezamos con el análisis histórico de la figura, destacando sus nociones relevantes, mostrando en un primer momento los antecedentes legislativos y económicos de la titularización a nivel local, como en el derecho comparado.

En la materia, y siguiendo el tipo de investigación, también hemos considerado importante el empleo de la técnica de la observación a los participantes, pues a partir de éstos, no sólo hemos accedidos a tomar de datos de una fuente directa, sino que los hemos combinado con datos proporcionados por la autoridad supervisora (en este caso, la Superintendencia de Compañías) principalmente del listado de los participantes del mercado de valores y los procesos de titularización autorizados por ésta.

Del mismo modo, realizamos entrevistas a funcionarios inmersos en el mercado de valores quienes con su punto de vista legal y financiero, contestaron las preguntas, además de que aportaron con ideas propias de una conversación libre y honesta, con comentarios, opiniones y críticas que sólo se pueden obtener de quienes en la práctica diaria conocen estos casos, ambos entrevistados pertenecen a dos administradoras que forman parte del mercado de valores (-FUTURFID S.A. y de MGM TRUST-) en ámbitos complementarios, el jurídico y el financiero, son éstas personas son la Ab. Patricia Velez Yerovi y el Ing. Walter Andrade

Velez. Empleando esta técnica obtuvimos información oral de parte de los entrevistados y que recabamos de forma directa, considerando como base para ello un formulario (tipo cuestionario que se anexa) de preguntas diferentes a cada entrevistado, atendiendo a cada ámbito de acción.

La confluencia de estas técnicas y principalmente sobre la base de investigación, descriptiva, no sólo nos detuvimos en las definiciones legales y doctrinarias de la materia, sino que también obtuvimos características generales y específicas de los procesos de titularización como mecanismo de financiamiento, los cuales hemos abordado ampliamente en el capítulo denominado marco teórico.

POBLACIÓN Y MUESTRA.-

Unidad de observación	Población	Muestra
Empresas cuyo giro del negocio sean ventas de crédito y que generan un flujo determinable identificado en segmentos del que se puede predecir estadísticamente ventas	ARTEFACTOS ECUATORIANOS PARA EL HOGAR S.A. ARTEFACTA	Titularización de Flujos Futuros de Fondos en General (de bienes que se espera que existan)
Proceso en la que el originador mantenga vinculación contractual	El originador y agente de recaudación ARTEFACTA	Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Futuros de Fondos
Originador que busca emprender un proyecto emprendiendo éste por fases con un ámbito representativo en el mercado inmobiliario	PRNOBIS S.A.	Titularización de Proyecto Inmobiliario Generador de Flujos
Proceso en la que el originador mantenga vinculación contractual en cada fase	PRNOBIS S.A. mantiene vinculación con las compañías que asumen varios contratos como operadores	Fideicomiso Mercantil irrevocable de Titularización denominado "FIDEICOMISO GM HOTEL".

Tomando como unidades de observación a las personas, grupos, actividades, instituciones y acontecimientos sobre los que versa el objeto de la investigación, en el cuadro anterior hemos descrito y caracterizado a la población de la investigación que en el presente trabajo está dada por las compañías ARTEFACTOS ECUATORIANOS PARA EL HOGAR S.A. ARTEFACTA y la compañía PRONOBIS S.A. La muestra está determinada por los procesos de titularización en que las compañías seleccionadas han participado estos son; Fideicomiso Mercantil irrevocable de Titularización denominado “FIDEICOMISO GM HOTEL” y Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Futuros de Fondos.

INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE DATOS.-

Para el desarrollo del trabajo, se ha empleado como técnica para la recolección de datos; los datos teóricos proporcionados de las fuentes bibliográficas listadas y de aquellos obtenidos producto del campo, así también hemos tomado como datos los extraídos de las entrevistas realizadas sobre la base de un cuestionario tipo. Como parte de los anexos del presente trabajo, se incorpora el formulario de preguntas al estructurador legal y al agente de manejo, herramienta que se ha ajustado a estos lineamientos; (i) No más de cinco preguntas por especialista (ii) la modalidad sigue este orden; dos preguntas abiertas y tres preguntas cerradas.

También hemos obtenido datos de la revisión de los datos que proporciona la Superintendencia de Compañías, a través de las visitas realizadas a la Intendencia de Mercado de Valores, en la que se concilian datos proporcionados por las Bolsas de Valores, administradoras de fondos, casas de valores y calificadoras de riesgos; de cuyos datos hemos obtenido el listado de los participantes del mercado de valores y los procesos de titularización autorizados como parte de la información pública.

PROCEDIMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN.-

El punto de inicio en este proceso investigativo, tuvo como primer orden, la obtención de todo el material bibliográfico para la construcción del análisis y síntesis de la doctrina local y extranjera, esto comprende la consulta de varias referencias bibliográficas; así el desarrollo investigativo comprende los métodos no experimentales clasificados como descriptivo e histórico. Mediante el uso de la técnica de la entrevista, los sujetos especialistas nos dieron sus comentarios, críticas y debates con respuestas serias, de interés práctico y dogmático en la materia, posteriormente, recolectamos los datos proporcionados que consideramos ciertos, claros, precisos y entendibles, para luego seleccionar los que contribuían a los fines investigativos.

CAPÍTULO IV

ANÁLISIS DE RESULTADOS

Base de Datos.-

Dentro de las unidades de observación, hemos considerado a los procesos de titularización en la que sus originadores son empresas cuyo giro del negocio son ventas de crédito y que por su propia operatividad, generan un flujo determinable identificado en segmentos del que se puede predecir estadísticamente ventas, así mismo hemos considerado a los originadores que mantienen de manera directa e indirecta una relación con el proceso de titularización, factor que ocurre en la mayor parte de los casos, y los cuales representan una muestra significativa.

De igual forma se ha considerado como unidad de observación, al proceso de titularización en la que el originador que busca emprender un proyecto inmobiliario, por fases, como suele ocurrir en los negocios de crédito, en los que el empleo del capital está predeterminado a una condición y que también significa un factor común en estos tipos de negocios inmobiliarios cuyo análisis y detenimiento merece ser considerado.

Como sujeto investigado se ha considerado a dos originadores, la compañía ARTEFACTOS ECUATORIANOS PARA EL HOGAR S.A. ARTEFACTA y la PRONOBIS S.A., quienes acuden al negocio para obtener liquidez inmediata transfiriendo sus activos para su transformación (titularización) para fines separados y distintos, en el caso de la primera compañía el activo transferido son los flujos provenientes de las ventas, en el caso ARTEFACTA emprendió la titularización de flujos futuros de fondos y en el caso de PRONOBIS S.A., el proceso denominado “FIDEICOMISO GM HOTEL” en el objetivo de emprender una titularización de proyecto inmobiliario generadora de flujos.

Asimismo, de las entrevistas realizadas a los profesionales en la materia, obtuvimos datos relevantes y un enfoque aproximado del manejo del mercado en las

titularizaciones de flujos de fondos en general y la de los proyectos inmobiliarios, de sus respuestas pudimos conocer que; para un sector del mercado, especialmente desde el punto de vista financiero, se piensa que, un camino fácil, para la estructuración de los negocios y el manejo de los mismos, se daría en el evento de un cambio en las normas.

De las respuestas obtenidas en la entrevista realizada a la Ab. Patricia Vélez Yerovi-Sub Gerente Legal -Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos Futura, Futurfid S.A. pudimos estar al tanto que en su opinión, la regulación expresa de un listado de activos susceptibles a ser titularizados, efectivamente delimita el campo de acción e ingenio como estructurador en este tipo de procesos, considerándose que el artículo 143 de la ley de la materia, lo que de hecho, representa una limitante para crear o buscar nuevas fuentes.

Asimismo, en su criterio, los factores que determinan el mayor o menor éxito en llevar a cabo procesos de titularización, son muchos y estos confluyen entre ellos, comenzando por el mismo mercado, que en ocasiones parece ávido de adquirir títulos y en otras en cambio, no está en posibilidades de adquirir la totalidad de las emisiones. Otro factor, es la calificación del título, la cual que se otorga de acuerdo a la estructura financiera y jurídica del contrato, que debe ofrecer al inversionista, la seguridad de que el activo titularizado esté aislado del patrimonio del originador y de la fiduciaria que lo administra, aunque en el futuro las condiciones financieras del originador puedan deteriorarse, el fideicomiso es más seguro en cuanto al riesgo de incobrabilidad, es decir, que en cierta medida se le asegura más al inversionista la capacidad de éste para solventar las obligaciones adquiridas.

En palabras sencillas, mientras más independencia exista entre el activo generador del flujo y su originador, más segura es la estructura, a tal punto que habiendo originadores calificados con A o AA, pueden titularizar valores con calificación AAA, a lo que se agrega también la imagen del Agente de Manejo que tiene que otorgar confianza al Inversionista y por supuesto la imagen del originador y su record en el mercado. La entrevistada proporcionó como un dato complementario,

algunas cifras en las que se muestran a la titularización como dinamizador del mercado de capitales, el cuadro se explica por sí solo.

Papel	2008	2009	2010	2011	2012*
Obligaciones	\$260,650	\$180,100	\$261,200	\$311,450	\$107,250
Papel Comercial	\$25,250	\$59,000	\$66,000	\$24,100	\$114,800
Acciones	\$56,072	\$16,798	\$24,150	\$41,400	\$1,290
TITULARIZACION	\$623,867	\$490,550	\$331,000	\$348,700	\$198,500
TOTAL	\$965.839	\$746,748	\$682,350	\$725,650	\$421,840

Así, y desde el punto de vista tributario, en la opinión de nuestra entrevistada, los procesos de titularización si deben acompañarse de incentivos fiscales porque los originadores busquen acudir al mercado de capitales, y, finalmente, en lo relativo a la supervisión, la entrevistada señaló que la normativa es muy general y en cambio, a su criterio, es la supervisión que hace la autoridad es exhaustiva.

De las respuestas obtenidas en la entrevista realizada al Ing. Walter Andrade Vélez- Administrador Fiduciario- Morgan & Morgan Fiduciaria del Ecuador, el entrevistado señaló que sería conveniente para el agente de manejo, la inclusión de normas que regulen la titularización, respecto de cada sector y ámbito porque cada uno tiene su particularidad de manejo y control.

Desde el ámbito de la responsabilidad como agente de manejo, resultaría óptimo contar con estructuradores que sean colaboradores de la fiduciaria y no independientes a su estructura, pues desde su parecer, ello permite que se trabaje directamente del negocio, lo que es importante por su conocimiento y experticia.

En relación a los mecanismos de manejo de contingencia que las entidades han adoptado en los últimos tiempos, antes la adopción de NIIF, en mercado de valores, el entrevistado indicó que, actualmente en materia contable el principal efecto en las titularizaciones se vio en las de cartera, ya que es común que éstas utilicen como mecanismos de garantía (contingencias) la sobrecolateralización de la misma cartera producto del proceso, mientras que en las de flujos, el mecanismo más usado es exceso de flujo de fondos, principalmente, respecto de la primera, el asunto importante es que el originador mantiene el registro contable de la cartera, lo que si es una desventaja frente a otros productos de crédito, hecho que se está pidiendo sea revisado a través del gremio.

Como parte final, el entrevistado, también brindó su opinión respecto de la regulación, indicando que en su juicio, se estaría sobreprotegiendo al inversionista y que por ello, podría sobrellevar a abusos, dejando de lado aspectos importantes y que deben verse como lo es, lo pertinente a la calificación de riesgo que es un punto débil que debe fortalecerse.

Análisis y discusión de resultados.-

Relacionando lo establecido en el apartado del marco teórico respecto del universo de procesos de titularización, hemos mencionado que la normativa los distingue y los cataloga en subtipos (como titularización de cartera, de inmuebles, de proyectos inmobiliarios, de fondos en general) lo que es relevante es la determinación y capacidad del activo en generar los flujos determinables, sobre la base de información histórica y estadística, lo que, permite por sí sólo, predecir los flujos sobre la base del plazo y vigencia de los valores a emitirse; esta mecánica descripta se observa en los dos casos que hemos escogido, estos son: (i) SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ARTEFACTA y (ii) la

TITULARIZACIÓN DE PROYECTO INMOBILIARIO GENERADOR DE FLUJOS GM HOTEL, como sigue:

Fideicomiso Mercantil De Segunda Titularización De Flujos Futuros De Fondos Artefacta.-

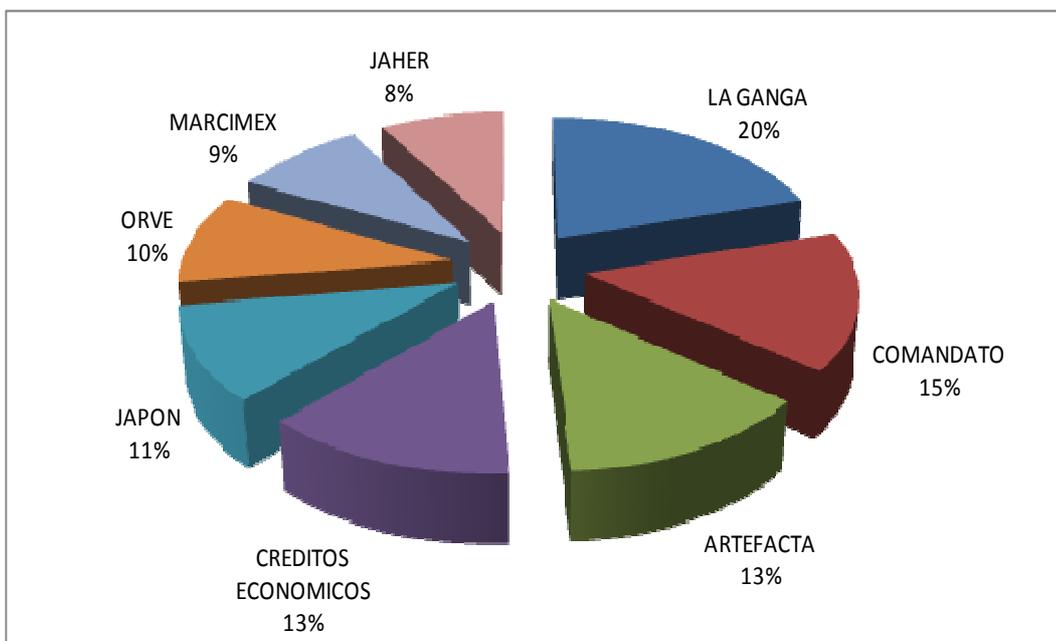
Para contrastar el estudio del régimen de los procesos de titularización frente a la realidad económica en el mercado ecuatoriano, hemos distinguido que en el caso de la compañía ARTEFACTOS ECUATORIANOS PARA EL HOGAR S.A. ARTEFACTA mantiene como actividad principal la importación, que tiene como parte del giro ordinario; ventas a crédito cuenta con cartera, dicha actividad económica le permite programar y obtener un flujo futuro de fondos determinado, por lo cual decidió aportar dicho flujo futuro como se puede ver en este caso.

Con ello, se demuestra que el proceso de titularización (indistintamente de la modalidad optada por su estructurador) es y será de activos, pues este medio efectivamente ha permitido que ARTEFACTA S.A. transforme sus activos ilíquidos en valores mobiliarios, la explicación de esta mecánica, se encuentra en el empaquetamiento de los activos según se describe al momento que la compañía como originador aporta el *derecho de cobro de flujos futuros de los fondos provenientes del setenta y cinco por ciento (75%) de la recaudación de las ventas a crédito del segmento Quito, y subsidiariamente o en calidad de resguardo la totalidad de las ventas a crédito que se realicen y cobren en el Segmento Resto de Sierra, como veremos a continuación.*

La compañía ARTEFACTOS ECUATORIANOS PARA EL HOGAR S.A. ARTEFACTA mantiene como actividad principal la importación, exportación, comercialización y distribución de toda clase de bienes muebles y artículos para el hogar o la oficina, como equipos electrodomésticos y electrónicos, de video, computación, filmadoras, cámaras fotográficas, teléfonos celulares y similares, entre otros.

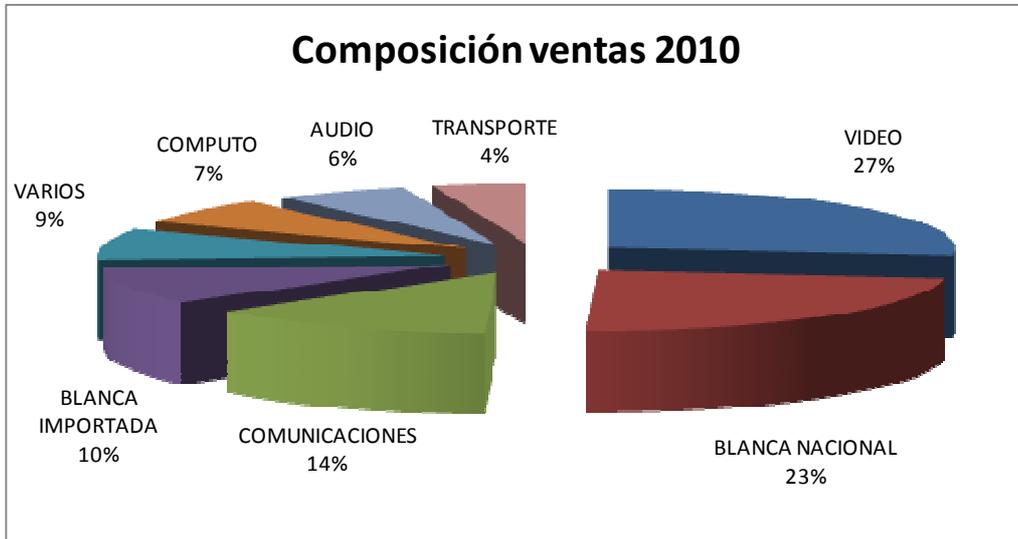
En virtud del giro ordinario del negocio de la empresa como producto de sus ventas a crédito cuenta con cartera que le permite programar y obtener un flujo futuro de fondos determinado, por lo cual decidió aportar dicho flujo futuro al FIDEICOMISO MERCANTIL DE SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ARTEFACTA, es decir convertirse en el originador de los títulos que emitió y colocó en el mercado bursátil los cuales estaban respaldados por los activos que integraban el patrimonio del fideicomiso.

ARTEFACTA es uno de los líderes del Mercado Ecuatoriano y cuenta con una participación de Mercado del 13%, como se muestra en el cuadro adjunto:



Para estructurar este proceso se analizaron las ventas que realizaba ARTEFACTA para poder determinar el flujo que se esperaba ingrese al fideicomiso en base a las proyecciones realizadas.

Las ventas de ARTEFACTA están compuestas de la siguiente manera:



Para un mejor manejo operativo ARTEFACTA tiene segmentado en cuatro grupos las ventas de su negocio según las localidades que posee a nivel nacional. En este proceso de titularización ARTEFACTA aportó su derecho de cobro de flujos futuros de los fondos provenientes del setenta y cinco por ciento (75%) de la recaudación de las ventas a crédito del segmento Quito, y subsidiariamente o en calidad de resguardo la totalidad de las ventas a crédito que se realicen y cobren en el Segmento Resto de Sierra. Estas ventas están soportadas en la emisión de la factura correspondiente así como del documento de crédito que respalda la obligación a plazo que adquiere el cliente de ARTEFACTA.

Dentro del contrato el originador excluye de la determinación de FLUJOS FUTUROS DE FONDOS los valores correspondientes a la cuota inicial que el comprador cancela al momento de la facturación, así como de las comisiones por cobranzas, impuestos y cualquier otro valor distinto al determinado como precio de venta del producto, de tal forma, que sólo constituyen para efectos de los aportes al patrimonio autónomo del fideicomiso, los derechos de cobro de los flujos futuros de fondos de la recaudación a crédito excluidos los valores antes mencionados. El detalle

de los derechos de cobro de los flujos futuros de fondos que se aportaron era entregado mensualmente por el originador al agente de manejo, en dicho listado se detallaban los créditos originados en las ventas a crédito del Segmento correspondiente, cortado a una fecha específica acordada por las partes, con la referencia del monto de cobro, número de factura, fecha de emisión y fecha de vencimiento, entre otros. La recaudación de flujos se realizaba en forma diaria.

ARTEFACTA realizó este Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Futuros de Fondos, quien era el emisor de los valores, con el objeto de entregar al originador, con cargo a los valores emitidos y colocados en el mercado bursátil, los recursos pagados por los inversionistas como precio de los valores adquiridos, a efectos de que ARTEFACTA, utilice estos recursos para disminuir los costos de financiación de cartera para mejorar la rentabilidad de la empresa.

La modalidad de ésta titularización se realizó de acuerdo a las normas relacionadas con los procesos de titularización contenidas en la Ley de Mercado de Valores y en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores (CNV).

En este proceso actuaron como agente colocador la compañía MULTIVALORES BG S.A. quien era la entidad autorizada por la Ley de Mercado de Valores para actuar como intermediaria en la colocación bursátil de los valores que se emitieron en la presente titularización. El agente de recaudación era ARTEFACTA (originador) en los términos constantes en el contrato de Agencia de Recaudación que debió suscribir para el efecto. Como agente de manejo intervenía es la compañía ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS BG S.A., sociedad que se encontraba autorizada para manejar y administrar fondos de inversión y Fideicomisos Mercantiles. El originador designó como agente pagador al Banco de Guayaquil S.A.

Este proceso estableció un punto de equilibrio, el cual se alcanzaba en el momento en que se podía dar viabilidad jurídica, técnica y, financiera, para iniciar la colocación de los títulos emitidos por el fideicomiso de titularización en el mercado bursátil. El punto de equilibrio se lograba una vez que se cumplían las siguientes condiciones:

UNO) Haberse constituido el contrato de fideicomiso de titularización;

DOS) Haberse conformado fondo rotativo;

TRES) Haberse iniciado la recepción de los recursos correspondientes del setenta y cinco por ciento (75%) de los derechos de cobro de los flujos futuros de fondos que se generaban en la recaudación que se efectuaba de las ventas a crédito que se realizaban y se cobraban en el Segmento Quito en la cuenta corriente del fideicomiso de titularización;

CUATRO) Haberse constituido la Primera Garantía de la Titularización, que era el Exceso de Flujo de Fondos, y;

CINCO) Que se haya cumplido con todos los puntos establecidos en la Resolución aprobatoria que emitía la Superintendencia de Compañías a través del Registro de Mercado de Valores, autorizando el proceso de Titularización.-

El monto de la emisión fue la cantidad de (US\$16'000.000.00) DIECISÉIS MILLONES DE DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA representada en los valores que fueron emitidos. Los títulos estaban representados de la siguiente manera, determinando serie, monto y plazo:

SERIE	MONTO	PLAZO
A	\$ 2.500.000,00	1.080 Días
B	\$ 5.500.000,00	1.440 Días
C	\$ 8.000.000,00	2.160 Días

- Los títulos de la Serie A, se denominaban “**VTC- SEGUNDA - ARTEFACTA - SERIE A**”, se emitían hasta por un monto de (US\$2'500,000.00) Dos millones quinientos mil dólares de los Estados Unidos de América y, reconocían una tasa de interés anual y fija igual al siete por ciento (7%).

- Los títulos de la Serie B, se denominaban “**VTC- SEGUNDA - ARTEFACTA - SERIE B**”, se emitían hasta por un monto de (US\$5’500,000.00) Cinco millones Quinientos mil dólares de los Estados Unidos de América y, reconocerían una tasa de interés igual a la Tasa Pasiva Referencial vigente en la fecha de emisión más dos punto setenta y cinco puntos porcentuales, reajutable cada noventa (90) días.
- Los Títulos de la Serie C, se denominaban “**VTC-SEGUNDA-ARTEFACTA- SERIE C**”, se emitía hasta por un monto de hasta (US\$8’000,000.00) Ocho millones de dólares de los Estados Unidos de América, reconocían una tasa de interés igual a la Tasa Pasiva Referencial vigente en la fecha de emisión más tres puntos porcentuales, reajutable cada noventa (90) días.

Para el reajuste de los intereses de las series B y C, se tomaba la tasa pasiva referencial vigente al inicio del período de reajuste respectivo, más tres puntos porcentuales. La tasa de interés se calculaba sobre el capital insoluto.

Los valores se podían emitir en títulos de valor nominal de DIEZ MIL DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (US\$10,000.00) o múltiplos de esa cantidad. Los títulos podían ser emitidos en forma materializada o desmaterializada, a elección del inversionista. Los valores no podían ser fraccionados ni divididos, los títulos contentivos de varios valores podían dividirse, pero manteniendo el mínimo valor de Diez Mil dólares de los Estados Unidos de América (US\$10,000.00), cada valor daba derecho al Inversionista a un voto en la Asamblea de Inversionistas.

El pago de capital se realizaba cada 90 días, en función de las tablas de amortizaciones que constan a continuación:

TABLA DE AMORTIZACION SERIE A	
Trimestre	%
1	8,3333%
2	8,3333%
3	8,3333%
4	8,3333%
5	8,3333%
6	8,3333%
7	8,3333%
8	8,3333%
9	8,3333%
10	8,3333%
11	8,3333%
12	8,3333%
TOTAL:	100,00%

TABLA DE AMORTIZACION SERIE B	
Trimestre	%
1	6,2500%
2	6,2500%
3	6,2500%
4	6,2500%
5	6,2500%
6	6,2500%
7	6,2500%
8	6,2500%
9	6,2500%
10	6,2500%
11	6,2500%
12	6,2500%
13	6,2500%
14	6,2500%
15	6,2500%
16	6,2500%
TOTAL:	100,00%

TABLA DE AMORTIZACION SERIE C	
Trimestre	%
1	4,1667%
2	4,1667%
3	4,1667%
4	4,1667%
5	4,1667%
6	4,1667%
7	4,1667%
8	4,1667%
9	4,1667%
10	4,1667%
11	4,1667%
12	4,1667%
13	4,1667%
14	4,1667%
15	4,1667%
16	4,1667%
17	4,1667%
18	4,1667%
19	4,1667%
20	4,1667%
21	4,1667%
22	4,1667%
23	4,1667%
24	4,1667%
TOTAL:	100,00%

De acuerdo a lo establecido en el Artículo 16, Capítulo V, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores (CNV), se procedió a calcular el índice de desviación general. Para el cálculo del índice de desviación general se procedió a calcular el Índice de Desviación estándar de los valores trimestrales proyectados en cada uno de los escenarios y se les asignó una probabilidad de ocurrencia a cada uno de estos escenarios.

La probabilidad de ocurrencia que se les dio a estos tres escenarios es de 25% para el escenario optimista, 25% para el escenario medio, y 50% para el escenario pesimista, dando una mayor probabilidad de ocurrencia al escenario pesimista para ser conservadores en las proyecciones. Sobre la base de desviación de cada uno de los tres escenarios, se procedió a calcular el Índice de Desviación promedio ponderado que para la ésta titularización fue del 14.43%.

Una vez que se realizó la venta del primer título, se comenzaron a realizar las provisiones respectivas y los excedentes se restituían semanalmente al originador. Los inversionistas adquirentes de los títulos tenían derecho a percibir el pago

trimestral de capital e intereses; el tiempo de vigencia de los valores emitidos, estaba determinado, según la serie a la que correspondía, el plazo de todas las series se contaba a partir de la fecha de emisión. En el contrato se contemplaba que en el evento de que se produzcan situaciones que impidan la generación de los flujos proyectados, y una vez que los recursos del fideicomiso y de los mecanismos de garantía se hubieren agotado, los inversionistas deberán asumir eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

La fiduciaria colocó los valores entre los inversionistas, a través del Agente de Colocación, mediante oferta pública primaria, a través de las Bolsas de Valores del Ecuador, posteriormente los valores se negociaron al precio que se encontraban en el mercado secundario, de acuerdo a las condiciones de oferta y demanda existentes en ese momento.

Dentro del contrato se contempló que de existir valores que se encuentren pendientes de colocación, y esté por vencer el plazo máximo de autorización de oferta pública de Valores conferido por la Superintendencia de Compañías, la Fiduciaria debería solicitar la prórroga de dicho plazo, a petición expresa del originador, en este caso no fue necesario solicitarla la prórroga pues todos los valores fueron exitosamente colocados y negociados, a diferencia de los Fideicomisos Mercantiles de la Primera y Tercera Titularización de Flujos Futuros de Fondos de Artefacta en los cuales se tuvo que solicitar dicha prórroga.

La fiduciaria tenía la obligación de mantener informados a los inversionistas semestralmente con un resumen sobre la situación de la titularización, el cual contenía por lo menos la siguiente información respecto del semestre inmediato anterior: (Uno) Detalle de los recursos que han ingresado al fideicomiso por aportes del originador; (Dos) Saldo de los pasivos con inversionistas; (Tres) Saldo de los pasivos con terceros; (Cuatro) Saldo del fondo de reserva; (Cinco) Saldo del fondo rotativo (Seis) Saldo del fondo de garantía; (Siete) Estado del Fideicomiso en Garantía, y (Ocho) cualquier otra información que se considere relevante para los inversionistas.

Toda información que, según disposiciones legales, reglamentarias, del fideicomiso, del prospecto de oferta pública o del reglamento de gestión, debía dirigirse a los inversionistas a través de la prensa, se lo hacía mediante publicaciones efectuadas en el Diario EL UNIVERSO como diario de circulación a nivel nacional. Cualquier otra información a los inversionistas, que no debía hacerse por la prensa, se la difundía a través de la página web de la fiduciaria. Dicha información también se entregaba a la Superintendencia de Compañías y a las Bolsas de Valores y a la Calificadora de Riesgo. En este proceso de titularización los mecanismos de garantía fueron los siguientes: el exceso de flujo de fondos, el fondo de garantía, el fondo de reserva, el fideicomiso de garantía y la garantía solidaria del originador.

- **EXCESO DE FLUJO DE FONDOS.-**

Fue el primer mecanismo de garantía establecido en el proceso de titularización, el cual consistía en el hecho de que los Derechos de Cobro de los Flujos Futuros de Fondos provenientes de las ventas a crédito del Segmento “Quito” que se proyectaba percibir por parte del fideicomiso eran superiores a los montos requeridos por el fideicomiso para honrar los pasivos con los inversionistas.

La proyección de los ingresos al fideicomiso de titularización realizada en base a los flujos históricos de la recaudación de las ventas a crédito del Segmento “Quito”, establecía en el escenario pesimista que estos ascenderían a (US\$51'441,259.90) durante la vigencia del proceso de titularización. De acuerdo a las estimaciones realizadas, la diferencia entre los ingresos proyectados al fideicomiso (US\$51'441,259.90) y los pagos proyectados por capital e intereses (US\$18'970,031.25) y es de (US\$32'471,228.65).

En el caso de que la fiduciaria hubiere determinado con treinta días de anticipación a la fecha del siguiente vencimiento de pago del dividendo de capital e intereses, que el fideicomiso no contaba con recursos líquidos y disponibles suficientes para cubrir al menos el setenta y cinco por ciento (75%) de dicho pago, no se restituía el excedente de flujos correspondiente a ese trimestre hasta que se complete el ciento por ciento (100%) de dicho pago.

- **FONDO DE GARANTÍA.-**

Este mecanismo de garantía, era el segundo en ejecutarse, y se activaba, cuando la fiduciaria había determinado que lo recaudado quincenalmente, por ARTEFACTA, correspondiente a las ventas a crédito del Segmento “Quito” no era igual o mayor al dieciocho punto setenta y cinco por ciento (18.75%) del próximo dividendo de capital e intereses, en este caso la fiduciaria tenía que notificar al originador su obligación de incrementar provisionalmente, dichos flujos, con los Derechos de Cobro de los Flujos Futuros de Fondos correspondientes a la totalidad de las ventas a crédito del segmento “Resto de Sierra”, recaudados en los establecimientos de dicho segmento.

Los mencionados anteriormente solo podían ser devueltos al ORIGINADOR, cuando la recaudación quincenal de las ventas a crédito del Segmento “Quito”, sean iguales o mayores al dieciocho punto setenta y cinco por ciento (18.75%) del próximo dividendo de capital e intereses durante cuatro quincenas consecutivas, y se haya cumplido con los pagos y provisiones contemplados en el fideicomiso de titularización.

- **FONDO DE RESERVA.-**

Contemplado como el tercer mecanismo de garantía de este proceso, se constituyó al momento de la colocación de la titularización, para lo cual la fiduciaria, retuvo un monto equivalente al setenta y cinco por ciento (75%) del próximo dividendo de capital e intereses a pagar, de todas las series.

En caso de que este Fondo de Reserva, en algún momento de la vigencia del proceso excedía del veinticinco por ciento (25%) del saldo insoluto de los valores en circulación, la fiduciaria debía ajustar este fondo de reserva, hasta el veinticinco por ciento (25%) de dicho saldo insoluto.

En el caso de que se debieran tomar recursos del fondo de reserva, la fiduciaria debía ajustar, los montos correspondientes, esto es, todos aquellos recursos que hagan falta para completar el ciento por ciento (100%) del próximo dividendo (de capital e intereses) a pagar, de cada una de las series; y en caso de que no existieren los recursos suficientes en el fideicomiso, para

reponer el fondo de reserva, este debía ser restituido inmediatamente por los flujos que aporte el originador.

- **FIDEICOMISO EN GARANTÍA.-**

Era el cuarto mecanismo de garantía del proceso de titularización y se constituía de acuerdo a lo previsto en el Artículo ciento cincuenta de la Codificación de la Ley de Mercado de Valores. Consistía en un Fideicomiso en Garantía, cuyo constituyente era el originador, en donde se designaba como beneficiario al **“FIDEICOMISO MERCANTIL DE SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE ARTEFACTA”**.

El Patrimonio de ese fideicomiso en garantía, estaba constituido por cartera de ARTEFACTA que se encontraba libre de todo gravamen o prohibición. Se aportaron a este fideicomiso en garantía títulos ejecutivos y pagarés suscritos originalmente a favor de ARTEFACTA a nivel nacional propiedad de la compañía y que fueron cedidos, endosados y transferidos a favor del FIDEICOMISO, y como consecuencia de dicho endoso, cesión o transferencia pasaron a formar parte de este patrimonio autónomo.

Se entendía también por cartera, los nuevos pagarés con los cuales se canjeaba la cartera originalmente entregada al agente de manejo en virtud de las instrucciones y condiciones que constaban en el fideicomiso.

- **GARANTÍA SOLIDARIA DEL ORIGINADOR.-**

En el evento de que los flujos aportados al fideicomiso no fueran suficientes para cubrir los pasivos del fideicomiso, y una vez que se hubieren agotado todos los recursos que conformaban los mecanismos de garantía y el fondo rotativo, el originador debía aportar al fideicomiso los recursos que fueran necesarios para cubrir el saldo de los pasivos no cancelados. Esta garantía se mantenía vigente por todo el plazo del fideicomiso y hasta su liquidación.

Los mecanismos de garantía previstos en el artículo 150 de la Ley de Mercado de Valores, en la emisión de valores derivados de una titularización de flujos futuros, deben cubrir en 1.5 veces el índice de desviación según lo establece la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, consecuentemente, la relación entre los mecanismos de garantía que se han establecido y el índice de desviación, debe ser superior a 1.50 veces, disposición legal cumplida conforme a las proyecciones realizadas.

Actualmente en el FIDEICOMISO MERCANTIL DE SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ARTEFACTA todos los títulos emitidos han sido adquiridos por los diversos inversionistas y se encuentran en circulación en el mercado de valores, por lo cual se considera que fue una titularización hasta el momento exitosa.

En el caso de ARTEFACTA ya se han realizado tres procesos de titularización los cuales han sido considerados como exitosos, tenemos conocimiento que se estaría por constituir el cuarto Fideicomiso Mercantil De Titularización De Flujos Futuros de Fondos Artefacta en similares características que los anteriores. Almacenes de venta de línea blanca, ropa y alimentos, tales como COMANDATO, DE PRATTI, BURGUER KING también han decidido titularizar, mencionaremos brevemente ciertas características de estos procesos pues su estructuración no difiere mayormente una de la otra.

Proceso
Fideicomiso Primera Titularización de flujos futuros de Fondos Artefacta
Originador
Artefactos Ecuatoriano para el Hogar S.A. ARTEFACTA
Agente de manejo
Administradora de Fondos y Fideicomisos BG S.A.
Estructurador Financiero
Casa de Valores Multibg S.A.
Monto
USD 20,000,000
Monto titularizable
En el Informe de la Casa de Valores (Agosto, 2008) consta que el monto titularizable es de (90% del valor presente de los flujos proyectados) Us\$62,024,001.51.
Activo titularizado
1) 50% de la recaudación que efectúa en la ciudad de Guayaquil de las ventas de crédito del segmento Guayaquil, a partir de que se realice la colocación del primer título
2) La recaudación de las ventas de crédito generadas por el segmento Resto de Costa y recaudada en los establecimientos del Resto, Costa como resguardo para efectuar las provisiones de pago de los dividendos respectivos de los valores emitidos.
3) USD \$20,000 (que son para gastos del fideicomiso) para el FONDO ROTATIVO
4) Todos los recursos aportados por el originador (activos, pasivos y contingentes)
5) Los rendimientos que se generen como producto de los dineros que permanezcan en el fideicomiso y los beneficios y utilidades que puedan generar.
Garantías de la emisión
Fideicomiso de Garantía.- constituido mediante escritura pública otorgada el 6/octubre/2008 ante el Notario Trigésimo Quinto del cantón Guayaquil.
Fondo de reserva.- Equivale al 75% del próximo dividendo del capital a pagar, el mismo que no podrá ser mayor en ningún momento al 25% del saldo insoluto del proceso de titularización
Fondo de Garantía.- constituido con el exceso de flujos de fondos (Art. 150 de la Ley de Mercado de Valores)
Garantía solidaria del Originador.- estipulada en el numeral 9.4 de la cláusula novena del "Fideicomiso Mercantil de Primera Titularización de flujos futuros de Fondos Artefacta"
El 24 de noviembre de 2012 se paga el último dividendo de los títulos y posteriormente se procederá a liquidar el Fideicomiso Primera Titularización de flujos futuros de Fondos Artefacta y a su vez el Fideicomiso en garantía que se constituyó como uno de los mecanismos que respaldaba este proceso.

Titularización De Proyecto Inmobiliario Generador De Flujos Gm Hotel.-

Mediante la Resolución No. 08-G-IMV-2195 de fecha 18 de Abril del 2008 se aprobó la Titularización de Proyecto Inmobiliario Generador de Flujos GM HOTEL, en calidad de emisor de títulos valores, bajo la Inscripción No. 2008.2.01.00333 de fecha 25 de Abril del 2008. Los títulos emitidos se inscribieron con No. 2008.2.02.00637 del 25 de Abril del 2008, en la ciudad de Guayaquil. El originador se interesó en desarrollar el proyecto inmobiliario bajo la figura de una titularización, para este efecto la Junta General de Accionistas de la compañía Promotores Inmobiliarios Pronobis S.A., celebrada el 14 de febrero del 2008, resolvió aprobar que la misma intervenga como *Originador de un proceso de titularización de un proyecto inmobiliario generador de flujos por un monto de hasta US \$ 20.000.000.00, el cual consistirá en que, de alcanzarse el punto de equilibrio dentro de un plazo prudencial, se construya, equipe y opere un hotel en la ciudad de Guayaquil*

Es el objeto de la titularización, que se desarrolle el Proyecto Inmobiliario, *es decir que se construya y equipe el Hotel, el cual será operado y administrado a través de los operadores, y cuyos Flujos de operación, luego de deducir todos los costos, gastos, pasivos, depreciaciones y provisiones necesarios para la adecuada operación del Hotel, sean distribuidos entre los Inversionistas a prorrata de su participación sobre los Valores*, salvo decisión en contrario del Directorio; o, que de no alcanzarse el punto de equilibrio, el fideicomiso restituya a los inversionistas, los recursos que hayan pagado por los valores adquiridos y al originador cualquier remanente que exista en el patrimonio autónomo una vez cancelados todos los costos, gastos, honorarios y tributos generados por la constitución, administración, cumplimiento de instrucciones fiduciarias y liquidación del fideicomiso. Los inversionistas al 30 de Agosto del 2011, corresponden a la totalidad de la colocación por US \$ 20.000.000.00.

“El Proyecto “Edificio Hotel Sonesta” se construyó en el sector comercial norte de la ciudad de Guayaquil, dentro del Megaproyecto denominado “La Gran Manzana”, de la parroquia Tarqui, ubicados en la manzana uno solares 1-1 y 1-2 de la ciudadela

Vernaza Norte, ubicada frente a la Av. Joaquín Orrantía Gonzáles y Av. Leopoldo Benítez Vinuesa. Las instalaciones del Edificio Hotel Sonesta fueron concluidas en su totalidad, cumpliendo con los requisitos establecidos en el prospecto de oferta pública, y se encuentran en condiciones operativas. Al año 2011, el proyecto como tal se encuentra en la Fase III, esto es aquella en la que los operadores ya han iniciado las actividades de operación y administración del Hotel dirigida al público en general, y que se extenderá hasta cuando se verifique la terminación del fideicomiso”; hecho que demuestra el mecanismo de conversión de activos ílíquidos en líquidos.

Verificación de la hipótesis o de la pregunta a contestar.-

¿En qué medida los procesos de titularización de activos y de proyectos en general han servido como alternativas de financiamiento?

Refiriéndonos de forma precisa al problema en cuestión, mostramos que en materia de titularizaciones, los inversionistas se están inclinando más por este tipo de herramientas bursátiles, que permiten a las empresas obtener financiamiento a largo plazo, señalando que desde el año 2006 hasta el primer semestre del año 2009” suman más de \$ 1.209,91 millones en titularizaciones emitidas tanto por el sector público como privado. Otro dato importante de destacar y que se extrae de la información que revela la Superintendencia de Compañías, en los primeros nueve meses del año 2009, 22 firmas acudieron al mercado de valores por un monto de 369,7 millones de dólares, significando una expansión del 24% en relación al mismo periodo de 2009.

Se derivan del planteamiento antedicho los casos que hemos tomado como muestra, respecto de los procesos de titularización de proyectos, esto son: (i) SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS ARTEFACTA y (ii) la TITULARIZACIÓN DE PROYECTO INMOBILIARIO GENERADOR DE FLUJOS GM HOTEL, es con la presentación de ambos que determinamos que, los procesos de titularización de activos y de proyectos en general, se reconocerá a la figura como alternativa optima de financiamiento.

CAPÍTULO IV

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A lo largo del presente trabajo reconocimos en la titularización, un proceso mediante el cual una entidad transfiere y aísla a un vehículo especial “activos” tradicionalmente caracterizados por ser ilíquidos, de escasa o lenta rotación generadores de flujos de caja, cuyo objetivo es maximizar la utilización de recursos, esta operación implica la transformación de activos en títulos negociables en el mercado público de valores que tienen como respaldo el flujo generado por el mismo.

Como repasamos en las nociones históricas de la titularización, fue en 1998 que la Ley de Mercado de Valores introdujo el régimen especial de la materia bautizando los procesos de titularización desde sus elementos e inclusive reuniéndolos en una tipología y parámetros acorde a la esencia de la figura, mostrándose el legislador proclive a incentivar la dinámica del mercado, buscando no sólo atender las necesidades de los inversionistas, sino también la creación de nuevos productos, no podemos perder de vista que la titularización como mecanismo de desintermediación financiera ha permitido poner a los demandantes de recursos con los inversionistas, hecho que naturalmente contribuye al desarrollo del mercado y un maduro desenvolvimiento e intervención de los negociantes en el mercado de valores, enunciado consecuente al Artículo 1 de la ley citada, que prescribe como su objeto “*promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente*”.

Reiteramos que, la “titularización” indistintamente del modelo que adopte para su aprobación y autorización de oferta pública, es y será “de activos” esta inferencia la extraemos de estas ideas: (i) la titularización es y sirve como un proceso de transformación de *activos ilíquidos* en valores mobiliarios, lo que remarca su objetivo de servir como medio para *acelerar el ciclo del flujo de caja de los activos* (ii) independientemente de la modalidad en que se estructura, la titularización comprenderá una mecánica de *empaquetamiento de los activos* es decir debe haber

un “rediseño” de los activos (iii) otra de las notas características atribuidas a los procesos de titularización, es el especial énfasis que se hace en el activo movilizable, el cual si cobra el carácter y esta vinculado con las actividades económicas emprendidas por el originador.

Con el complemento de que, a groso modo, de la legislación comparada hemos extraído que en la mayor parte de los países se permite la configuración de titularizaciones sobre todo tipo de bienes siempre que guarden los caracteres de generadores de flujos ciertos, determinables y cuantificables, es decir transferibles y mesurables en cuanto a la generación del flujo futuro. Insistimos que una tarea reservada al originador, previo a comprometer sus activos, es la de evaluar su empaquetamiento, la estructura del proceso de titularización, precautelando que el activo cumpla la característica de; determinable, cierto y cuantificable, como se manifiesta en el Artículo 143³⁰ de la ley de la materia.

En la práctica y en atención a la composición del activo que el originador “quiera y pueda” comprometer y transferir para la conformación del patrimonio de

³⁰ **Art. 143.-** Activos susceptibles de titularizar.- Podrán desarrollarse procesos de titularización a partir de los activos, que existen o se espera que existan, que conlleven la expectativa de generar flujos futuros determinables, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico, respecto a los cuales su titular pueda disponer libremente. Adicionalmente, no podrá pesar sobre tales activos ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias ni deberá estar pendiente de pago, impuesto, tasa o contribución alguna.

Constituyen activos susceptibles de titularización los siguientes:

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

No obstante lo anterior, la Superintendencia de Compañías, previa norma expedida por el C.N.V., podrá autorizar la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes de los anteriormente señalados.

propósito exclusivo; se agrupan los procesos de titularización desde sus distintas modalidades; *de cartera, de inmuebles, de proyectos y de fondos en general.*

Especialmente, y restringiendonos al tema central, en el caso de la titularización de proyectos inmobiliarios, su sentido práctico en el mercado ha sido emitir títulos de participación, los que incorporan derechos alícuotas o porcentuales sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble, los diseños, estudios técnicos y de prefactibilidad económica, programación de obra y presupuestos de un proyecto inmobiliario promovido por un promotor de reconocido nombre en el mercado y que constituye un ejemplo claro de un proyecto destinado y pensado, ciertamente, como medio innovador de captar recursos, concentrar y organizar recursos para un fin determinado.

Esta aplicación práctica la referimos fundamentalmente con la oferta pública de los valores provenientes de la Titularización GM HOTEL, el monto aprobado fue de hasta \$20,000.000, y contempló para la conformación del patrimonio de propósito exclusivo la cantidad de 127.000,00 dólares que corresponden a un capital pre operativo y como activo <<susceptible de titularización>> la totalidad de las acciones de una compañía que era propietaria del terreno donde se desarrollaría el Proyecto (llamado GM Hotel). Este modelo ha permitido, contribuir a la reducción de costos financieros en el sector inmobiliario, pues tiene injerencia en la construcción y comercialización de proyectos, y además ha permitido la socialización de las obras o de los proyectos y sus ventajas en el medio.

En lo pertinente a los procesos de titularización de flujos de fondos en general, y que estudiamos con énfasis en el presente trabajo, por ser en el mercado de valores con certeza la figura más comúnmente implementada, encontramos que el régimen jurídico contenido a partir del artículo 138³¹ y siguientes de la Ley de Mercado de

³¹ **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.

Valores, se conjuga con las resoluciones administrativas Resoluciones CNV-003-2010 de 31 de mayo del 2010 y CNV-002-2011 del 2 de junio del 2011 publicadas en el Registro Oficial 227, de 2 de julio del 2010 y 461 del 2 de junio del 2011, las antedichas resoluciones norman complementariamente los los subtipos que comprenden, la función económica - jurídica y los caracteres peculiares de los procesos de titularización de flujos de fondos en general.

De la doctrina civilista que diferencia el alcance del derecho de cobro; desde su hermenéutica en jurídica dos formas; “derechos subjetivos perfectos” y “derechos eventuales”, podemos denotar la teoría que rige a los “derechos subjetivos perfectos” como aquellos derechos incorporales que cumplen todos los requisitos para su validez (perfección jurídica) es decir que en su contenido contemplan los elementos (formales-sustanciales) para ser exigibles, no habiendo sobre éstos ningún tipo de limitación o condición que suspendan su ejecución, y que en suma, confieren a su titular, la facultad de exigir la prestación que constituye su objeto.

Estos derechos mantendrán esta calidad de “*derechos subjetivos perfectos*” en la medida que efectivamente existen y su causa tiene como base la instrumentación de un acto jurídico, es por ello que estimamos que este tipo de derechos que se emanan de un contrato celebrado entre las partes, es el tipo de derechos de cobro, que la norma complementario recoge en el subtipo de “*procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que existen*”.

Ahora bien, los “derechos eventuales”, comprenden para su configuración, una fase preliminar (menos firme, poco constante) caracterizada por una inmadurez del derecho; ya que su existencia se espera (hecho futuro). Sin embargo, existe una confianza cierta en la ocurrencia del hecho futuro (cuya existencia se espera) que

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

generará los derechos de cobro, por lo que éstos derechos gozan de razones y características especiales en razón de las relaciones jurídicas y económicas contraídas por quien los genera (que les subyace) pueden inclusive valorarse económicamente para que sea objeto a una negociación.

En la “eventualidad” de llegar a existir el hecho esperado (seriamente querido por las partes en virtud de una relación jurídica contraída o de la práctica comercial consistente y reiterada -comercial-) podría abarcarse la verificación de hechos o cosas futuras que cumplen la determinación de sus efectos en el futuro; siendo nuestra interpretación que la regulación normativa cuando alude al reconocimiento de este tipo de derechos de cobro, se recoge el tipo de “*procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan*”. Dentro de nuestro análisis encontramos que dentro de la titularización de flujos de fondos en general y acogiendo lo pertinente de la distinción doctrinas expuestas, hay diferencias:

Codificación de Resoluciones CNV	Procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que existen	Procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan
Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección I, Artículo 5	El <u>originador transfiere inicialmente</u> al patrimonio de propósito exclusivo, la <u>propiedad de un bien o activo existente</u> al momento de dicha transferencia, generador de flujos futuros, que pueda ser realizable o vendible, de ser necesario durante el proceso de titularización.	El <u>originador transfiere al patrimonio de propósito exclusivo, derechos de cobro sobre flujos futuros de fondos determinables</u>
Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección I, Artículo 5	Máximo de monto de la emisión.- No excederá el noventa por ciento del valor presente de los flujos proyectados de acuerdo al presupuesto, estudio o	Máximo de monto de la emisión.- No excederá del cincuenta por ciento del valor presente de los flujos proyectados, descontados a una tasa que

	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	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.
Título III, Subtítulo I, Capítulo V, Sección IV, Artículo 17.	Mecanismo de garantía.- Deberá contar con dos garantías o más, todas en su conjunto deberán cubrir la relación antes señalada.	Mecanismo de garantía.- A más de la regla general preceptuada, la garantía será una fianza solidaria a favor del patrimonio de propósito exclusivo, por el cual se comprometa a cumplir totalmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas o una garantía real que cubra al menos el 25% del monto emitido.

Con cierto detenimiento, también, y finalmente hemos visto que el mercado de valores ofrece a las empresas una amplia gama de alternativas de fondeo, para completar su estructura de financiamiento, permitiendo desde la perspectiva del inversionista, del mercado y del originador obtener amplias ventajas, de las que hacemos mención como sigue:

Como instrumento de aceleramiento de los activos ilíquidos, la titularización de activos es una fuente de financiamiento alternativa, diferente a las ofrecidas tradicionalmente por el sistema financiero, convirtiéndose en una opción interesante para la empresa toda vez que convierte sus activos ilíquidos o de lenta rotación en efectivo.

Frente al originador; mejora los indicadores de cumplimiento, en razón de que al cumplir el éste con su proyección de flujos presentada permite estructurar la emisión "a la medida" de las necesidades y expectativas de la empresa originadora.

Respecto del inversionista, una de las grandes ventajas es que este mecanismo permite que la calidad de los títulos no corresponda necesariamente a la calidad de los activos titularizados, pudiendo ofrecer al inversionista un producto final de menor riesgo y de mejor calidad mediante la implantación de los mecanismos de cobertura.

RECOMENDACIONES

Como ya lo hemos anotado oportunamente, a lo largo del presente trabajo, la titularización se ha convertido en una herramienta financiera de frecuente utilización entre los empresarios, a la hora de obtener recursos -tanto para capital de trabajo, realización de proyectos u otros fines- que los empresarios persiguen en el desarrollo de sus negocios. En este trabajo hemos visto con especial examen, el trasfondo de la normas introducidas (de forma reglamentaria) para diferenciar de forma material y formal la regulación en materia de las titularizaciones de flujos de fondos en general estableciendo requisitos que las encasillan y particularizan, sin embargo consideramos que la regulación debe replantearse desde varias aristas, conforme consta a continuación:

Régimen jurídico.-

Nuestra primera recomendación se focaliza en preservar el principio de legalidad, en el caso, consideramos que el tratamiento normativo de las titularizaciones, especialmente la distinción normativa para las de flujos de fondos en general, debe estar contenido en una ley, y no, en una resolución administrativa, a efectos de precautelar que la actividad que desarrollen los partícipes guarde concordancia con el objetivo y ámbito de la norma, de ahí que sugerimos que los elementos esenciales de los procesos de titularización de flujos de fondos en general, especialmente, estén recogidos en una norma que en forma de ley (mande prohíba y permita) con el complemento de que dicho régimen armonice la transparencia de los mercados, tal y como realiza la Ley de Mercado de Valores.

Consideramos que, nuestra sugerencia no sería completa sino advertimos de la ocurrencia de algunos errores comunes en los que la regulación podría incurrir, estos podrían ser: (a) que los cambios regulatorios sean agresivos imponiendo radicalmente alguna regla o norma que comprometa en su práctica, (b) que el nuevo régimen suprima o cambie sustancialmente la figura, en su pretensión de salvaguardar su buen uso, consideramos que ello no ocurrirá si no se pierde de vista el funcionamiento de la figura como mecanismo de financiamiento por excelencia, y como medio para transformar los activos ilíquidos en movilizables.

Socialización de las bondades de la figura.-

Una segunda recomendación (que acompaña las tareas de la regulación) es el necesario proceso de socialización de las bondades de las titularizaciones de activos en el mercado ecuatoriano, esta labor de difusión se encuentra especialmente encomendada a los organismos supervisores que tienen a su cargo establecer los medios o programas de difusión de los productos que ofrece el mercado de valores. En este cometido y a nuestro modo de ver, lo más representativo sería presentar exponer las ventajas que presenta el mercado de valores a los inversores, en cuanto a las garantías y resguardos que contienen los productos así como la percepción de los rendimientos que presenten las titularizaciones frente a una inversión en el sector bancario.

Regulación estandarizada.-

Una tercera recomendación estriba en el diseño de una regulación estandarizada, la cual sugerimos se presenta acorde al mercado a nivel global, pues el mercado de valores ecuatoriano debe necesariamente igualarse frente a las realidades transnacionales, un primer paso se ha dado en la actualidad con la unificación del sistema de las bolsas de valores, ello muestra la necesidad de implementar una consolidación entre las transacciones y operaciones bajo estos mecanismos de intermediación. Insistimos que es relevante, en el mercado de valores, la homogeneidad en los criterios a nivel de países, en las prácticas regulatorias implica

para el supervisor y regulador hacer énfasis en la obtención y registro de la información

Regulación moderada.-

Finalmente, y para efectos de explicar nuestra última sugerencia, traemos a colación un pensamiento del autor Richard A. Epstein en su artículo “Los Peligros de la “Protección al Inversionista” en los Mercados de Valores” en el cual, aborda algunos errores comunes sobre la regulación, uno de ellos, es el error en el que incurre el regulador en asumir que los pequeños (o tal vez no tan pequeños) cambios en la regulación no tienen efecto sobre las decisiones privadas (“respuestas inelásticas de los privados hacia la regulación”) con esto queremos resaltar que las magnitudes de la regulación si importan.

Por lo tanto, el regulador ingenuo, que diseña normas legales bajo la premisa inicial de que la regulación tiene una respuesta inelástica, siempre va a optar por sistemas de regulación más intrusivos de lo que, a la larga, será sostenible en la práctica. Por el contrario, cualquiera que parta de la premisa opuesta -es decir, que los individuos y las empresas estén siempre en una pendiente, nunca en terreno plano- será más cauteloso al diseñar sistemas regulatorios, a causa del permanente miedo de que las partes reguladas reaccionen en formas que puedan mermar los objetivos de la regulación.

De esta referencia, podemos resaltar que la regulación deberá también ser moderada, esta ponderación deberá ser medida en el sentido de que la regulación no sea exageradamente intrusiva manteniendo su viabilidad legal y financiera. Al respecto, hacemos referencia las observaciones presentadas al “Proyecto de Ley para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil” régimen jurídico que sustituirá integralmente a la “Ley de Mercado de Valores” y que se encuentra en primer debate en la Asamblea Nacional

Consideramos que en este proyecto contempla una limitación al emprendimiento de proceso de titularizaciones de flujos de fondos en general –conceptualizadas en el proyecto como de “ventas futuras esperadas”- y que consiste en la emisión de una garantía que cubra el cien por ciento, exigencia que de mantenerse, restaría espacio a los originadores al punto de incluso poder desnaturalizarla en una figura poco atractiva en términos financieros, aspecto que resaltamos no debe permitirse en la regulación, así es nuestra recomendación es que la nueva ley no sea excesiva al punto de comprometer el buen desarrollo de los mercados, sino que –como dice la doctrina referida- sea moderada.

Para la aplicación práctica de las sugerencias consideramos que una tarea necesaria es la promoción de los textos en foros de discusión y debates entre los grupos de interés, de manera que los referidos grupos puedan exponer desde su experiencia, comentarios y críticas que sirvan también de elementos en la implementación del nuevo régimen frente a los interesados (partícipes e inmersos directa e indirectamente) adecuándose en la tendencia mercantilista que configura un Derecho de Mercado de Valores dinámico; enfatizando en la innovación como motor del mercado.

BIBLIOGRAFÍA

1. **ALESSANDRI, Arturo.** De los Contratos, Editorial Jurídica Temis S.A. Chile, pág.10-13.
2. **BARBIER, Eduardo.** Contratación Bancaria: Consumidores y Usuarios. Tercera edición actualizada y ampliada. Buenos Aires. Editorial Astrea. 2008. pp. 455-458. Tomo 1.
3. **CABANELLAS, Guillermo.** Diccionario de Derecho Usual. Vigésima quinta edición, Varios tomos, Editorial Heliasta, Buenos Aires-Argentina, 1997.
4. **CAMPOS, E.** Titularización: Beneficios, Riesgos y Calificación. Editorial, capitales.com. Disponible en www.capitales.com/riesgos/articulo/nota-tecnica,mhtml
5. **COMPENDIO DE MERCADO DE VALORES.** Lima-Perú. Editora y Ius Et Veritas Distribuidora de Ediciones Legales E.I.R.L. , 2011 , pp. 149, 183-4, 483, 492, 542-3, 546-7,636
6. **DIARIO DE NEGOCIOS. HOY.** (En línea) Ebc coloca en el mercado títulos futuros. Ecuador. (s/n autor). Publicación Diciembre 10 2009. (fecha de consulta: Mayo 13 de 2011). Disponible en www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/ebc-coloca-en-el-mercado-titulos-futuros-381653.html.
7. **DIARIO EL UNIVERSO.** (En línea) Otras firmas acogieron la titularización.Ecuador. (s/n autor). Publicación Agosto 2 2009. (fecha de consulta: Noviembre 2011). Disponible en www.eluniverso.com
8. **DIPLÓTI, N.P. GUTIÉRREZ y A, MALUMIÁN.** Fideicomiso y Securitización: Análisis Legal, Fiscal y Contable. Segunda Edición, Buenos Aires - Argentina. La Ley. 2006, p. 181,185-6, 245-248, 614.

9. **DUNN, Jaime.** Beneficios de la titularización, aspectos legales y contables. Universidad Espíritu Santo (UEES). Programa Internacional Fiduciario organizado por la Academia de Fideicomisos del Congreso Latinoamericano de Fideicomiso de la Federación Latinoamericana de Bancos, Agosto 2010.
10. La Titularización de Flujos Futuros de Fondos “Mecanismo de Financiamiento e Inversión, sus Riesgos y Bondades”. Seminario Internacional “Mercado de Valores”. Guayaquil, Mayo 31 de 2011.
11. Estructuración de Titularización, Emisión de Obligaciones y Papel Comercial. Seminario-Taller. Consultoría y Formación CIMIL, Junio 2012.
12. **GONZÁLEZ TORRE, Roberto.** “El Fideicomiso”. Editorial Edino, pág. 164. Guayaquil-Ecuador, 1996 pp. 164,169, 171-178.
13. **BALLESTER L, y otros.** Glosario de términos bursátiles y financieros. Madrid-España. Civitas Ediciones SL. 2004. Término 1314. p. 176.
14. **INSTITUTO IBEROAMERICANO DE MERCADO DE VALORES,** Madrid. Estudio Comparativo de la Titulización de Créditos procedentes de la Financiación de las PYMES en Iberoamérica, 2007, pp. 89-93, 109-116.
15. **INVENTARIO BOLSA DE VALORES DE QUITO.** Análisis, Diagnostico y Perspectivas del mercado Bursátil ecuatoriano. 2009-2010, pp. 6-7; 219- 220.
16. **LARREA, Mario.** Régimen Jurídico De La Titularización De Activos. Quito-Ecuador. Ediciones Legales S.A. pp. 54 – 55; 109-110.
17. **MENÉNDEZ, Rodrigo.** La titulización de activos en la Argentina, Tesina, Argentina, Universidad De Belgrano, Facultad de Derecho y Ciencias Sociales Carrera de Abogacía, Octubre 2002. Disponible en http://www.ub.edu.ar/investigaciones/tesinas/67_menendez.pdf

18. **OSPINA, F. G. y OSPINA, A. E.** Teoría General del Contrato y Del Negocio Jurídico. Colombia. Editorial Temis S.A. Quinta edición actualizada. 1998, p.11.
19. **PARRAGUEZ, Luis.** Manual de Derecho Civil Ecuatoriano. Quito, Mediava. 1986 Volumen I. pp. 117-120
20. **PANZIC, Radmila.** El factor confianza en el Mercado de Valores. Enfoque, pp.20-21, 2012.
21. **PERALVO, Juan.** La titularización gana espacio en el financiamiento empresarial. Revista Líderes.ec (en línea) (s/e), Ecuador, (s/f), (fecha de consulta: abril 29 de 2011). Disponible en www.revistalideres.ec/2010-04-19/Entrevista.aspx
22. **RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio.** Negocios Fiduciarios: Su significación en América Latina. Segunda Edición, Bogotá – Colombia. Legis, 2005. p. 508
23. **VODANOVICH, Antonio.** Curso de Derecho Civil basado en las clases de Arturo Alessandri R. Manuel Somarriva U. Primera Parte. Cuarta Edición, Santiago-Chile p. 257, 273-279.
24. **ABOGAL, Luis.** Nociones Generales de la Libertad de Empresa en Colombia. REVIST@ e-Mercatoria Volumen 4, Número 1 (2005). Documento disponible en: <http://foros.uexternado.edu.co/ecoinstitucional/index.php/emerca/article/view/2104/1881>
25. **Superintendencia de Compañías.** Protección al Inversionista: Gobierno Corporativo. Ecuador, 2012. Disponible en www.supercias.gov.ec.
26. **Superintendencia Financiera de Colombia.** *Titularización- proyectos cinematográficos* (Concepto 2012016198-002 del 30 de abril de 2012), Bogotá, 2012. Disponible en: <http://www.superfinanciera.gov.co/>

27. **VARÓN PALOMINO, Juan.** Portafolios de Inversión: La Norma y el Negocio. Segunda Edición. Editorial Temis S.A. 2008. pp. 42, 125.
28. **VILLEGAS DE OSORIO, Stella.** Los riesgos legales en los Proyectos de Fiducia Inmobiliaria: La experiencia Colombiana. Encuentro de Expertos en Fiducia y Titularización. Guayaquil, Agosto de 2011.
29. **ZAVALA EGAS, Jorge.** Derecho Constitucional, Neoconstitucionalismo y Argumentación Jurídica. Edilex S.A. 2010. pp. 147-150;
30. Lecciones de Derecho Administrativo. Primera Edición. Edilex S.A. 2011. pp. 139-159.

NORMATIVA.-

Codificación de la Ley de mercado de valores; Codificación de las Resoluciones expedidas por el CNV; Codificación de Participación del IESS en Negocios Fiduciarios; Constitución Política de la República de Ecuador; Resoluciones: CNV-003-2010 de 31 de mayo del 2010 y CNV-002- 2011 del 2 de junio de 2011 y otros.

ANEXO 1

FORMULARIO DE PREGUNTAS PARA ENTREVISTAS

PREGUNTAS A ESTRUCTURADOR LEGAL-FINANCIERO

Ab. Patricia Vélez Yerovi- Sub Gerente Legal -Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos Futura, Futurfid S.A.

- 1. ¿La regulación expresa de un listado de activos susceptibles a ser titularizados limita o asegura el campo de acción e ingenio como estructurador en estos procesos?**
- 2. ¿Cuáles son los factores que desde su experiencia en estructuración determinan el mayor o menor éxito en llevar a cabo procesos de Titularización?**
- 3. ¿De acuerdo a las últimas cifras estadísticas, ha sido la titularización en nuestro país proxima o lejana a convertirse en auténtico dinamizador del mercado de capitales?**
- 4. ¿Deben los procesos de titularización acompañarse de incentivos fiscales? Diga si o no y porque.**
- 5. ¿La infraestructura normativa y de supervisión, desde su óptica, en materia de titularización, es eficiente? Diga si o no y porque.**

ANEXO 2

FORMULARIO DE PREGUNTAS PARA ENTREVISTAS

PREGUNTAS AL AGENTE DE MANEJO.-

Ing. Walter Andrade Vélez- Administrador Fiduciario- Morgan & Morgan Fiduciaria del Ecuador

- 1. ¿Es conveniente a su calidad de agente de manejo, la inclusión de normas que regulen la titularización respecto de cada sector y ámbito? Diga si o no y porque.**
- 2. ¿Desde el ámbito de su responsabilidad como agente de manejo, contar con estructuradores independientes a su estructura, resulta una alternativa óptima?**
- 3. ¿Cuáles mecanismos de manejo de contingencia se han adoptado en los últimos tiempos ante la adopción de NIIF en mercado de valores?**
- 4. ¿Desde la asociación de fiduciarios, han encontrado mecanismos cercanos para presentar propuestas de mejora en la autorización de estos procesos?**
- 5. ¿Desde su práctica fiduciaria, podría enumerar algún aspecto que requiera ser regulado expresamente para la mejora y estabilidad económica-jurídica, a nivel de todos los partícipes?**