

UNIVERSIDAD ANDINA SIMON BOLIVAR
SEDE ECUADOR

AREA DE DERECHO

PROGRAMA: MAESTRIA EN DERECHO

MENCIÓN: DERECHO DE MERCADO

***TEMA: LA BANCA COMO ORIGINADORA EN
PROCESOS DE TITULARIZACIÓN EN EL
ECUADOR***

AUTORA: XIMENA PATRICIA PALMA AGUAS

2005-2007

Al presentar esta tesis como uno de los requisitos previos para la obtención del grado de magíster de la Universidad Andina Simón Bolívar, autorizo al centro de información o a la biblioteca de la universidad para que haga de esta tesis un documento disponible para su lectura según las normas de la universidad.

Estoy de acuerdo en que se realice cualquier copia de esta tesis dentro de las regulaciones de la universidad, siempre y cuando esta reproducción no suponga una ganancia económica potencial.

Sin perjuicio de ejercer mi derecho de autor, autorizo a la Universidad Andina Simón Bolívar la publicación de esta tesis, o de parte de ella, por una sola vez dentro de los treinta meses después de su aprobación.

f) _____

Dra. Ximena Palma Aguas

30 de septiembre de 2007

UNIVERSIDAD ANDINA SIMON BOLIVAR
SEDE ECUADOR

AREA DE DERECHO

PROGRAMA: MAESTRIA EN DERECHO
MENCIÓN: DERECHO DE MERCADO

***TEMA: LA BANCA COMO ORIGINADORA EN
PROCESOS DE TITULARIZACIÓN EN EL
ECUADOR***

AUTORA: XIMENA PATRICIA PALMA AGUAS
TUTORA: MARIA LAURA PATIÑO

Quito - Ecuador
2005-2007

Propósitos y Contenidos

Este trabajo de investigación ha sido realizado como un aporte a la investigación sobre procesos de titularización, que es escasa aún en el Ecuador. En este trabajo pretendo analizar cómo las instituciones del sistema financiero que son intermediarias financieras por naturaleza, buscan captar recursos a través de la desintermediación.

La titularización es una herramienta que facilita capital a corto plazo y a bajo costo, lo que se reproduce en préstamos ágiles y con bajas tasas de interés a disposición de las personas que, por su economía de cifras bajas o medias requieren de los préstamos bancarios para sus proyectos. Además es figura muy desarrollada en mercados como el estadounidense, el inglés o el colombiano, y ahora está siendo adoptada por las empresas ecuatorianas. Este hecho tiene dos efectos: por un lado las empresas e instituciones del sistema financiero obtienen recursos que les permite operar ágilmente, sin tener que esperar a que sus activos rindan los flujos esperados; por otro lado, su participación aporta al desarrollo del mercado de capitales, lo que mejora las fuentes de financiamiento, baja los costos y por tanto se reducen de las tasas de interés, beneficiando a la economía.

Recordemos que la banca desempeña rol importantísimo en el desarrollo y estabilidad económica nacional, por ello se debe incentivar para que intervenga en los mercados financieros y busque fuentes de financiamiento para colocar esos recursos en los medios productivos y de desarrollo, al alcance de quienes por su economía de cifras bajas o medias necesitan de los préstamos bancarios para sus proyectos.

*Agradezco a Diego Solano Camacho por su paciencia y comprensión
frente a los estudios realizados por su esposa, quien le robó
tiempo al hogar y a la familia, para dedicarse a lo académico.*

Tabla de Contenido

Introducción.....	p.7
1. ASPECTOS GENERALES DE LA TITULARIZACIÓN	
1.1.Concepto, origen, características, beneficios.....	p.11
1.2.Desarrollo de la titularización en los mercados financieros internacionales.....	p.20
1.3.Comparación con el factoring y otras fuentes de financiamiento (colocación de obligaciones; préstamos bancarios; etc.).....	p.22
2. REGULACIÓN ECUATORIANA Y LEGISLACIÓN	
2.1.Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.....	p.27
2.2.Ley de Mercado de Valores.....	p.31
2.3.Legislación Comparada.....	p.47
2.3.1 Con la legislación Colombiana.....	p.50
2.3.2 Con la legislación Estadounidense.....	p.55
3. USO DE LA TITULARIZACIÓN POR LA BANCA ECUATORIANA	
3.1.Rol del sistema financiero en el desarrollo económico nacional.....	p.59
3.2.Colocación de títulos en la Bolsa de Valores (Activos más frecuentemente titularizados por la banca).....	p.63
3.3.La Titularización como factor de calificación de gestión.....	p.66
4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	p.71
5. BIBLIOGRAFÍA.....	p.73

Introducción

En un país en donde hace falta recursos para el sector productivo y las tasas de interés son muy elevadas, es necesario recurrir a nuevas fuentes de financiamiento que faciliten el desarrollo económico. Fuentes como el factoring, la emisión de obligaciones, la emisión de acciones o la titularización.

La titularización es un mecanismo de financiamiento muy utilizado en los mercados extranjeros desde hace aproximadamente cuarenta años, por empresas públicas y privadas, rentable en grandes proyectos, que le ha ganado terreno al crédito bancario.

En el Ecuador se instituyó la figura en 1998, pero ha despuntado a partir del 2001 y cada vez es más aprovechado este recurso, pues la crisis financiera de 1999 provocó en los sujetos del mercado la búsqueda de nuevas fuentes de financiamiento e inversión.

Empresas como Petroecuador, el Banco Ecuatoriano de la Vivienda, el Terminal Terrestre de Guayaquil, bancos y mutualistas han participado en procesos de titularización. Entre los años 2001 y 2005 se colocaron noventa y siete millones de dólares en titularizaciones¹ y la mayoría de fideicomisos constituidos en este país tienen como objetivo la titularización²; sin embargo existe aún mucho campo por explotar. Se ha pensado en titularizar fondos de cesantía, fondos de empleados públicos, flujos futuros de energía eléctrica, entre otros activos, buscando estimular nuevos proyectos de desarrollo³.

Mediante la titularización, la banca tiene la oportunidad de convertir los documentos que respaldan los préstamos concedidos para vivienda, consumo, comercio

¹ Diario *El Comercio*, 18 de mayo de 2005, www.elcomercio.com

² Diario *El Comercio*, 4 de diciembre de 2004, www.elcomercio.com

³ Diario *El Comercio*, 18 de mayo de 2005, www.elcomercio.com

o cualquier otra clase, en título valores que pueden colocarse en el mercado de capitales a través de la bolsa de valores, constituyendo previamente un fideicomiso mercantil.

Estos títulos ofrecen a quien los adquiera (inversionista) un porcentaje de rentabilidad a cierto plazo. El valor que paga el inversionista por estos documentos es entregado a la banca para que lo vuelva a colocar entre quienes requieren de fondos para producción, consumo, vivienda, etc. Una de las ventajas está en que la institución financiera ya no debe esperar a que sus deudores le paguen la totalidad del crédito concedido, sino que obtiene pronto los recursos necesarios para su giro como intermediaria. Todo el proceso se explica en detalle en este trabajo.

La intermediación financiera tiene un papel principal en las economías en desarrollo, al facilitar a través de los créditos el desarrollo de agricultura, ganadería, vivienda, industria, turismo, etc., pero con la desventaja de ser costoso, reflejado en altas tasas de interés y comisiones, y de no poder ser a largo plazo, pues provienen de las captaciones de los ahorros a la vista o a plazo fijo menores a un año. La titularización es una forma de capitalización a bajo costo y mayor rentabilidad, que ayuda a los inversionistas a obtener recursos directamente para sus operaciones productivas.

Inclusive las instituciones financieras, siendo intermediarias han debido recurrir a financieras mayores que les otorguen préstamos para su actividad, y ahora son ellas quienes más recurren a la desintermediación para conseguir los fondos necesarios para conceder nuevos créditos.

Para el análisis de este tema, el trabajo se compone de tres partes. La primera es un análisis doctrinario de las definiciones de la titularización, su concepción en los acuerdos de Basilea y un ligero análisis histórico del origen y evolución de la figura

comparándola con el factoring, la emisión de obligaciones y con los préstamos bancarios, como fuentes de financiamiento.

El segundo capítulo es un análisis de las normas que rigen en el Ecuador para los procesos de titularización, el fideicomiso mercantil y las instituciones del sistema financiero, y comparándolas con la legislación colombiana y la estadounidense, jurisdicciones donde las bolsas de valores y especialmente la titularización han tenido un avance significativo frente a otros mercados de capital del hemisferio.

Finalmente en el tercer capítulo, focalizo más el tema en cuanto a la banca se refiere. Basándome en ensayos, investigaciones de economistas, en estadísticas de la bolsa de valores y en información actualizada de prensa, analizo el papel que ha desempeñado y continúa desempeñando el sistema financiero en un desarrollo económico nacional considerándolo primordial, pues es las instituciones financieras son las encargadas de canalizar los recursos desde quien los tiene de sobra, hacia quienes lo necesitan, y por ello creo muy importante que la banca esté siempre preocupada por encontrar nuevos mecanismos de financiamiento a bajo costo, pues esto ayuda a que la producción crezca.

Las instituciones del sistema financiero intervienen en la bolsa de valores con sumas de dinero muy importantes, dando agilidad al mercado. De ahí que es importante ver cuáles son los activos mayormente titularizados, y una vez que titularizan cómo eso se refleja en sus balances y calificaciones de gestión. Cuáles son las medidas de control y supervisión que toman las autoridades frente a este fenómeno.

La historia ecuatoriana ha dejado sentada la importancia de tener mecanismos de control y supervisión sólidos, imparciales, constantes y bien preparados para mantener un sistema financiero rentable y eficiente, sin embargo aún no se ha logrado tal

cometido, y ahora se ponen nuevas esperanzas en la asamblea constituyente que de un giro al mercado financiero y de capitales del país.

CAPITULO I

ASPECTOS GENERALES DE LA TITULARIZACIÓN

1.1. Concepto, origen, características, beneficios.

Es curioso encontrar tantos **vocablos** utilizados simultáneamente para nombrar al mismo fenómeno. Así, en mi investigación me he encontrado con los términos titulización, muy usado en España; titularización, usado en Ecuador y Colombia; securitization, término europeo; securitisation empleado por ingleses y titrisation o titralisation, en francés. Y en la literatura se combinan entre titulización, titularización y securitización, a veces todos en un mismo texto. Proviene de *security*⁴ que traducido al castellano significa título-valor.

Recordemos que un título-valor o simplemente valor, según el artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores Ecuatoriana, *es el derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociable en el mercado de valores, como acciones obligaciones, bonos, entre otros, incluyendo a los valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización.*

El artículo 138 de la Ley de Mercado de Valores ecuatoriana, define a la titularización, como *el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.*

Únicamente lo dejo enunciado, puesto que el análisis exegético de la norma ecuatoriana se realiza en este trabajo en el siguiente capítulo.

⁴ La definición de security que estableció The Securities Act of 1933, en la Sec. 2 (a) (1), es la siguiente: (1) The term "security" means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security", or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.

En doctrina encontramos variedad de **conceptos** sobre la titularización, por ejemplo:

❖ Proceso de convertir flujos de fondos originados por activos ilíquidos en títulos-valores (asset-backed securities) que se colocan entre los inversores y son negociables en el mercado secundario⁵

❖ Evento mediante el cual una empresa busca entrar directamente en contacto con los tenedores de ahorros sin necesidad de pasar por intermediarios financieros.⁶

❖ La securitización de activos es una forma sofisticada de factoring de créditos... El acreedor originario u originante vende los créditos a una sociedad de objeto único que obtiene financiamiento mediante emisión de bonos o préstamo bancario... para la compra y afecta en garantía los préstamos a favor del prestamista para garantizar el financiamiento.⁷

❖ Técnica operativa basada en un proceso de incorporación de carteras de créditos bancarios a títulos-valores, con varias finalidades (dispersar el riesgo de ciertas operaciones, dotarlos de mayor liquidez, facilitando su transferibilidad, circulación y negociación en los mercados de capitales; evitar la obligación de contabilizarlos en balances y provisiones, representando una respuesta útil ante la presencia de disposiciones legales cada vez más exigentes en materia de ratios patrimoniales, etc.)⁸

❖ Proceso mediante el cual los flujos financieros, originados por una agrupación predeterminada de derechos de crédito, cedidos principalmente por entidades financieras, se destinan, una vez transformados, a la emisión de valores negociables atendidos en dichos flujos.⁹

❖ La securitización de activos es el proceso de captación de fondos a través de la emisión de títulos valores con oferta pública respaldados por el futuro flujo de caja proveniente

⁵ PAOLANTONIO, p.181

⁶ MONTALVO, Mariana, *Introducción al mundo de capitales, Lea antes de jugar en la bolsa*, tomo 1, Editorial Imprima, primera edición, Ecuador, p. 268

⁷ WOOD, Philip, *Introducción al Derecho Financiero Internacional, Inglaterra*, en *Derecho Bancario y Financiero Moderno*, Carlos Gustavo Gersovich, Director, Ad-Hoc, Villeta Editor, Buenos Aires, 1999, primera edición, p. 233 y 234

⁸ VALENZUELA GARACH, Fernando, *Valores Negociables, Títulos Valores y Atipicidad*, en *Estudios Jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Meléndez*, Juan Luis Iglesias, Coordinador, Editorial Civitas, primera edición, Madrid, 1996, p. 1393, pie de página 12

⁹ ROSENTHAL J. y OCAMPO J., *Securitisation of credit*, ed, John Wiley y Sons, 1988, p. 24, citada por ALMOGUERA GOMEZ, Angel, *El marco normativo de la titulización en España*, en *Estudios Jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Meléndez*, Juan Luis Iglesias, Coordinador, Editorial Civitas, primera edición, Madrid, 1996, p. 1085

de activos que devengan una renta. Es la conversión de reactivos productores de renta en títulos valores con oferta pública.¹⁰

En Estados Unidos tales títulos valores son conocidos como Asset – Backed-Securities o ABS, y representan obligaciones de alta liquidez para la inversión.

La titularización es una figura utilizada por la innovación financiera, con el objetivo de obtener un mayor financiamiento estructurado, que permite que los dineros de los ahorristas, grandes o pequeños, puedan ser utilizados por las intermediarias para nuevos créditos, lo que desemboca en desarrollo de proyectos y de liquidez empresarial a bajo costo.

Así, los créditos que han sido otorgados por los bancos a personas naturales o jurídicas, para facilitar el proceso, generalmente son agrupados según una misma categoría (de consumo, comercial, hipotecario), y son transformados en títulos valores (titularizados), documentos que son colocados en un fondo o fideicomiso a través de una cesión de los derechos de propiedad¹¹. En el Ecuador, dicha cesión no requiere notificación al deudor del crédito, pues el traspaso es de pleno derecho, según lo dispuesto en el artículo 95, quinto inciso del Código de Procedimiento Civil, que establece:

Quando 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 aquéllos, no se requerirá notificación alguna al deudor u obligado de tales derechos o créditos....

El valor total de estos títulos, debe sobrepasar al valor que recibe el originador, es decir, tiene un porcentaje de descuento o castigo, como una forma de garantizar el

¹⁰ NORTON, Joseph, *Securitización de activos: la experiencia estadounidense*, en *Derecho Bancario y Financiero Moderno*, Gustavo Gerscovich, Director, Ad-hoc, Villela Editor, primera edición, Buenos Aires, 1999, p. 505

¹¹ Según el artículo 599 del Código Civil ecuatoriano, manifiesta que el dominio o propiedad es un derecho real sobre una cosa corporal, para GOZAR y DISPONER de ella. Entonces, en la cesión se transfiere tanto el goce que conlleva el uso, como la disposición.

riesgo de que debido a la morosidad de esos créditos, el inversionista no reciba de vuelta el dinero invertido más el rendimiento pactado.

Los créditos, para Philip Wood, son intangibles, invisibles e inodoros y se visten como documentos negociables, certificados de deuda y otros, que generalmente conllevan un riesgo.¹²

En cuanto al **origen** seguimos a Paolantonio¹³, quien relata que la titularización habría tenido sus inicios en Estados Unidos, como una técnica para enfrentar la crisis económica de los años treinta.

En 1933 se emitió the Securities Act, que pretendió incentivar el mercado, dando acceso al Crédito del Tesoro, fomentando la adquisición de vivienda propia. Para ello, el Congreso habría creado el Federal Home Loan Banks y posteriormente Fanny Mae, cuyo objetivo era crear un mercado secundario para los créditos hipotecarios, a fin de conseguir agilidad en la obtención de nuevos recursos para el financiamiento. Pero frente a su debilitamiento se lo dividió en el año 1968 en Fanny Mae¹⁴ y Ginnie Mae (Government National Mortgage Association GNMA). Como entidad gubernamental, Ginnie Mae posee pleno crédito y respaldo del gobierno estadounidense y su función, a diferencia de Fannie Mae, no es comprar cartera hipotecaria ni emitir títulos respaldados por hipotecas (mortgage backed securities MBS), sino ofrecer a través de un fideicomiso, una garantía a los inversionistas del pago puntual tanto de capital como de intereses, de los créditos hipotecarios titularizados, otorgados y emitidos por compañías

¹² WOOD, Philip, *Introducción al Derecho Financiero Internacional*, Inglaterra, en *Derecho Bancario y Financiero Moderno*, Carlos Gustavo Gerscovich, Director Ad-hoc, Villeta Editor, primera edición, Buenos Aires, 1999, p. 216

¹³ PAOLANTONIO, Martín, *Fondos comunes de inversión, mercado financiero y mercado de capitales, securitización o titulización*, ediciones Depalma, Buenos Aires, 1994.

¹⁴ Fannie Mae es, desde 1968, una corporación privada, que trabaja con capital también privado, pero bajo las regulaciones emitidas por el Congreso. No otorga préstamos hipotecarios, sino más bien adquiere hipotecas, las titulariza para colocarlas en la bolsa de valores y así obtener nuevos recursos, asegurando el flujo constante para el financiamiento hipotecario destinado a las familias de estratos bajo y mediano para que puedan obtener su vivienda propia. <http://www.fanniema.com>

estatales – a semejanza del Banco Ecuatoriano de la Vivienda- que se preocupan por facilitar viviendas a ciertos sectores de la comunidad.¹⁵

Ya en los años setenta, Freddi Mac y Fannie Mae titularizaron valores respaldados por pools hipotecarios que ellos armaban¹⁶. Fannie Mae no tiene pleno respaldo del gobierno estadounidense, pues es una compañía privada que trabaja con fondos privados, sin embargo posee alta credibilidad, en vista de que garantiza una reducción en los riesgos de inversión, aunque no puede eliminar los riesgos de cambios de tasas de interés, pago anticipado de los créditos o prepago y fluctuaciones del mercado.

A inicios de los años ochenta comenzaron las emisiones privadas respaldadas por hipotecas (mortgages pass-through securities), y que permiten pasar tanto el capital como el interés de los préstamos titularizados, directamente a los inversionistas.

Paolantonio asegura que ni Fannie Mae, ni Ginnie Mae, se someten a calificación de riesgo a diferencia de los actuales procesos de titularización ecuatorianos, en donde es un requisito.

Almoguera Gómez¹⁷ dice que nació la titularización en una emisión de 19 de febrero de 1970, realizada en Estados Unidos, de préstamos hipotecarios con garantía Ginnie Mae. Así también, Reino Unido y Francia habrían sido los pioneros en titularización en Europa, de quienes aprendió España a inicios de los años ochenta, por

¹⁵ Actualmente, los pools de créditos hipotecarios securitizados y garantizados por Ginnie Mae, ascienden en su conjunto en cada proceso a USD 250.000, cuando los créditos poseen variedad en cuanto a plazo, interés, etc; y a un mínimo de USD 1'000.000 cuando la cartera es de características uniformes. <http://www.ginniemae.com>

¹⁶ PAOLANTONIO, Martín, *Fondos comunes de inversión, mercado financiero y mercado de capitales, securitización o titularización*, ediciones Depalma, Buenos Aires, 1994, p. 194.

¹⁷ALMOGUERA GOMEZ, Angel, *El marco normativo de la titularización en España*, en *Estudios Jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Meléndez*, Juan Luis Iglesias, Coordinador, Editorial Civitas, primera edición, Madrid, 1996, p. 1085

*conseguir una canalización eficaz y suficiente de recursos financieros hacia la construcción y adquisición de bienes inmuebles*¹⁸.

Como vemos, la titularización surgió en el ámbito de los créditos hipotecarios y allí es donde más se ha desarrollado, no solo en Estados Unidos, sino en América Latina también, posiblemente porque el sector inmobiliario ha sido tradicionalmente un factor económico vital, y el riesgo se piensa está reducido al tener una garantía real. Para Almoguera Gómez, no requiere ser limitada a lo hipotecario, y más bien debe ser abierta a los activos crediticios sin garantía real, pues conecta todo el mercado crediticio con el mercado de valores, produciendo una confluencia en varias ramas del Derecho, como son mercantil, civil, fiscal, bancario, bursátil y societario.

Poco a poco, el mercado de crédito tradicional (donde el banco origina el préstamo con los fondos que obtiene del público y lo mantiene en su cartera asumiendo el riesgo, y atendiendo los pagos y servicios complementarios), está siendo sustituido por el mercado de crédito titularizado, en el cual, por ejemplo, un banco minorista otorga un crédito hipotecario, y lo transfiere junto con varios créditos a un mayorista o a un fideicomiso; este último emite títulos valores por un pool de créditos hipotecarios, que son colocados en el mercado. El cobro de los créditos a los deudores es realizado por el minorista como encargado de la recaudación o agente de cobro¹⁹.

Como **características**, se califica al proceso de titularización como un conjunto ordenado de operaciones, que generalmente en las legislaciones que la contemplan, tiene los siguientes elementos o pasos:

- a) Originación y formalización de operaciones crediticias;
- b) Cesión del conjunto de operaciones y creación de un Fondo o Trust o sociedad, según cada ordenamiento;

¹⁸ Ibid, p. 1084

¹⁹ PAOLANTONIO, p. 183

- c) Calificación de los valores a emitir;
- d) Emisión y colocación de los valores;
- e) Gestión y administración de las operaciones titulizadas en Fondos de Titulización²⁰
- f) Amortización de la emisión, liquidación del Fondo y extracción del remanente a favor del cedente.

Joseph Norton nos presenta las siguientes características que debe reunir el conjunto de créditos para ser securitizados:

- a) Uniformidad de documentación para la fácil revisión, información a los inversionistas y transferencia de responsabilidades del originador.
- b) Antigüedad y antecedentes de pago. Afirma que los niveles de mora son más altos en los primeros años, por lo que la cartera o créditos más antiguos tienen menor tasa de morosidad y ofrecen un nivel menor de pérdida futura por lo que es más comercial.
- c) Debe observarse con cuidado los factores que aumentan la complejidad para securitización que son: tasa de interés flotante de los activos; contratos que permitan al deudor modificar los plazos de pago; gran tamaño de activos comparado con el total del pool o portafolio; y poca frecuencia en las fechas de pago, pues entonces baja el atractivo para el inversionista, que los adquiere con la expectativa de recibir rendimientos altos a corto plazo y con certeza²¹. De ahí que las legislaciones que siguen la cultura de la transparencia de la información, disponen que es un derecho de los inversionistas conocer los factores que pueden afectar al pago del activo o a su rendimiento, como son: tasa de interés, antigüedad del activo, antecedentes de morosidad, vencimiento, diversidad geográfica, procedimientos de creación y

²⁰ Ibid, p. 1086

²¹ Norton, p. 507

colocación, respaldo crediticio, calidad de servicio de los activos y experiencia y solidez de la entidad que trata con el deudor.

Para Norton, su solvencia depende de la segura existencia de una corriente de flujo de caja más que de la solvencia del emisor o del valor de mercado de las garantías.²²

La doctrina establece la existencia de **estructuras** para la realización de la titularización, para lo cual seguimos las determinadas por Norton, que son:

Pass-through: los pagos hechos por los deudores son directamente transferidos a un fideicomiso a favor de los inversores con lo que se paga el rendimiento esperado del instrumento securitizado.

De participación: los inversores son titulares directos de los activos por lo que no hay fideicomiso.

Deuda Garantizada: que es la utilizada por el sistema financiero (pools hipotecarios)

Papel Comercial: una obligación a corto plazo se emite sin garantía, pero con las mejores calificaciones de riesgo.

En doctrina encontramos una insistente atención a las **ventajas** que otorgan los procesos de titularización para el desarrollo económico de todos los participantes, así:

Ventajas para el emisor:²³

1. Menor costo en la obtención de fondos, pues es directamente proporcional a la calificación del riesgo de la capacidad de repago de los títulos de la empresa deudora y su garantía: a mejor calificación mejor tasa de financiación. (a diferencia de la calificación de la deuda común, no tiene que ver con el riesgo comercial de la empresa emisora o su reputación crediticia)

²² Norton, p. 506

²³ PAOLANTONIO, pp. 184 -187

2. Uso más eficiente del capital y manejo del crecimiento de la cartera: las instituciones financieras pueden sacar de sus balances los créditos que se titularizan aumentando su capacidad de préstamo y mejorando su situación para cumplir con las obligaciones legales de capital y otros. Adicionalmente, recibe una comisión por la gestión de cobro de lo titularizado.

3. Elimina el riesgo de descalce: Por cuanto el banco requiere dinero a corto plazo pero sus créditos los da a largo plazo, la titularización permite que el vencimiento de sus activos encaje con el fondeo y trasladar el riesgo al emisor, incluso de la precancelación o prepago.

4. Mejora el resultado financiero, pues la diferencia de la tasa de interés del crédito con la titularización (spread) es menor en la securitización, y refleja parcialmente el ingreso por servicio de préstamo y la conversión para el emisor.

5. Diversifica las fuentes de financiación, al constituir la securitización una nueva forma de financiación para financieras y no financieras, ya que todos pueden invertir en títulos valores.

6. Posibilidad de recompra de las obligaciones del emisor, lo que le permite mantener un nivel de endeudamiento, pues al sustituir activos ilíquidos por otros líquidos, mejora los índices financieros.

Ventajas para el inversor:

1. Reducción del riesgo crediticio, pues existe suficiente garantía en un pool de créditos para los títulos valores. En Estados Unidos, incluso existe una garantía estatal para ciertos títulos valores emitidos por créditos hipotecarios.

2. Mejora el retorno en relación al riesgo asumido, al obtener tasas de rendimiento mejores que aquéllas ofrecidas por el sistema financiero.

3. Los tomadores de fondos o prestatarios adquieren un activo más líquido que puede ser libremente enajenado si se requiere mejorar el capital.

1.2. Desarrollo de la titularización en los mercados financieros internacionales.

En un mundo en donde, como determinara Marx, la economía es la estructura de las sociedades, conseguir financiamiento para la realización de proyectos educativos, políticos, o de mejoramiento de calidad de vida, es primordial.

Tradicionalmente han sido las instituciones financieras quienes, como intermediarios netos, han puesto a disposición de quienes requieren el dinero, los fondos de aquellos que desean invertir su ahorro, a través de distintos mecanismos (préstamos hipotecarios, de consumo, leasing, factoring, etc.), constituyendo la banca la protagonista del mercado financiero local. Pero, la globalización afectó también a los sistemas de financiamiento, y los mercados ya no fueron solo locales sino también internacionales, abriéndose una variedad de fuentes²⁴ al acceso de todos los países, especialmente de aquellos llamados en vías de desarrollo que ahora podrían beneficiarse de los recursos de los más desarrollados.

Con la globalización, también surgió una competencia más agresiva entre los intermediarios, de ahí que la innovación financiera fue una clave para mantenerse en el mercado, atrayendo a inversionistas por los bajos costos de financiamiento y alta rentabilidad: Técnicas nuevas y las antiguamente usadas pero reeditadas fueron puestas en práctica, como las operaciones realizadas con contratos derivados (futuros, opciones y swaps) o la titularización.

²⁴ pues no solo aparece el financiamiento oficial o estatal (donaciones y préstamos) sino también, en forma creciente, el financiamiento privado y cada vez, mayoritariamente, de inversiones en cartera.

La titularización constituye un puente que relaciona a la banca con el mercado de valores, es decir a la intermediación con la desintermediación, valiéndose de un aliado: la especulación.

Es visible una tendencia hacia la desintermediación financiera, que permite a las instituciones financieras participar más ágilmente en los mercados locales e internacionales, en los crecientes procesos de titularización de activos, que les facilita estar sintonizados con los cambios cada vez más ágiles del concierto financiero internacional.

Ricardo Bebesuk²⁵ afirma que el sector financiero ha demostrado ser insuficiente como intermediario de fondos. Además el bajo nivel de monetización y alto riesgo país hacen que las tasas de intermediación en América Latina sean mucho más altas que las europeas (del 4 al 6%), por lo que es necesario encontrar nuevas fuentes de financiamiento, de ahí la importancia de estimular los mercados de valores y los procesos de titularización, en vista de que el sistema financiero ya no satisface esa necesidad, y se ha convertido en un simple prestador de servicios a comisión, por lo que urge que a más de la banca comercial y banca minorista que concede préstamos de consumo, se estimule la banca de inversión.

Mariana Montalvo²⁶ expone un organigrama de la división de los mercados y ubica dentro del gran grupo de los mercados financieros a tres submercados: el monetario, el de crédito y el mercado de capitales. En este último, el mercado de capitales se inserta el mercado de valores junto con el mercado primario, el secundario, el bursátil y el extrabursátil y es en este mercado de valores donde se negocian acciones, bonos y obligaciones corporativas. La bolsa de valores sería el epicentro del mercado de capitales.

²⁵ PAOLANTONIO, p. 188, nota al pie 35.

²⁶ MONTALVO, Mariana, *Introducción al mundo del mercado de capitales, Lea antes de jugar en la bolsa*, tomo 1, editorial Imprima, primera edición, Ecuador, p. 28-30

Los mercados de crédito descargan sus activos en los mercados de capitales a través de las titularizaciones que se realizan en los mercados de valores²⁷, afirma Montalvo.

Ahora bien, los mercados de capitales se fundamentan en la confianza, y en el escenario internacional, países tan impredecibles como el Ecuador, con un nivel alto de riesgo país, difícilmente pueden contar con inversionistas internacionales que estén dispuestos a asumir riesgos que ningún contrato derivado ni compromiso alguno pueda cubrir. Hace 12 años Silva-Herzog y Ramón Lecuona afirmaron que *en América Latina el financiamiento del desarrollo con recursos propios es camino obligado por las circunstancias; el restringido acceso de la región a los mercados internacionales de capitales, limita la inversión y el crecimiento de nuestras propias capacidades financieras, no solo en el presente sino en el futuro previsible.*²⁸

1.3. Comparación con el factoring y otras fuentes de financiamiento (colocación de obligaciones; préstamos bancarios; etc.)

El FACTORING, es un contrato cuyos orígenes se remontan a la época colonial inglesa, dejando su simiente en Estados Unidos de Norteamérica para su desarrollo. Apareció como un medio de intermediación comercial (a diferencia de la titularización que aparece como un medio de desintermediación) en la cual el factor era un mandatario de la empresa (figura existente en nuestro Código de Comercio, artículos 117 al 122) quien, obedeciendo las instrucciones del mandante, se encargaba del transporte, depósito y comercialización de productos desde Inglaterra hasta las colonias ubicadas en América²⁹.

²⁷ Montalvo, p. 29

²⁸ SILVA-HERZOG y LECUONA Ramón, prólogo, p. iii

²⁹ MARRE, Agustín; *El contrato de factoring*, Editorial Jurídica de Chile, 1995, pp. 17-19

Se define como un contrato por el que una sociedad se encarga de comprar las deudas comerciales de sus empresas clientes con sus compradores y el cobro de las mismas, debiendo reunir las características de financiación, gestión de cartera de deudores, cobro de deudas y protección frente al riesgo de crédito³⁰, características que le hacen asemejarse a los procesos de titularización.

El riesgo de morosidad y de insolvencia corren de cuenta del factor, que es quien paga a la empresa cliente un promedio del 80% del monto total de las deudas por cobrar compradas, facilitándole mayor fluidez de capital. El factor realiza un pago anticipado de las deudas por cobrar, adquiriendo su dominio a través de una cesión de créditos, pudiendo brindar adicionalmente un servicio de gestión de cobro y de contabilización de los créditos transferidos. En cambio, en los procesos de titularización, el mandatario no es un factor que asume el riesgo sino la casa de valores que simplemente asesora al inversionista y cumple con sus órdenes, pero a cuenta y riesgo de inversor. La gestión de cobro puede ser asumida por el mismo emisor de la titularización, pero no la cumple la casa de valores (mandatario).

Marré dice que el empresario que vende bienes o servicios a plazos está sujeto a 3 circunstancias que le llevan a contratar un factoring, y que son:

1. Altos costos de gestión por cobro y contabilización de créditos, que se reducen al tener como único deudor al factor, a través de las cesiones de los créditos.
2. Alto riesgo por falta de garantía del pago de los deudores.
3. Aumento de iliquidez de la empresa, por no cumplirse los plazos para el cobro.

El mismo autor califica al factoring como un contrato de tracto sucesivo, que ofrece varios servicios como el financiamiento, siendo el de gestión de cobro el esencial

³⁰ BESCOS, Modesto, *Factoring y Franchising, nuevas técnicas de dominio de los mercados exteriores*, Ediciones Pirámide, Madrid, 1990, p. 19

del contrato³¹. Mas, al cederse a favor del factor, en forma global los créditos presentes y futuros, la gestión de cobro es un interés personal del nuevo acreedor.

El factoring responde a los criterios de *globalidad*, pues se ceden la totalidad de créditos, y de *exclusividad*, ya que la empresa cedente se compromete solo con una entidad (generalmente financiera) para cederle todos los créditos actuales y futuros, similar a la titularización, donde se puede celebrar un contrato por tramos para la titularización de un portafolio y comprometer cartera futura para la cesión.

Tanto la titularización como el factoring se realizan a través de una cesión de derechos, pero la titularización se aporta, en el Ecuador al menos, a un fideicomiso y el factoring no pasa a constituir un patrimonio autónomo. Algo singular es que los créditos cedidos en factoring, pueden después también ser titularizados por el nuevo acreedor, y así, quien dio liquidez o financiamiento a una empresa cliente, adquiere para sí nuevo financiamiento en el mercado de valores a través de la titularización, para nuevas inversiones.

Al tratar sobre la COLOCACIÓN DE OBLIGACIONES (deventures o bonos corporativos), debemos primero decir que es otra forma de financiamiento, donde las emisoras de estos valores son las compañías anónimas, sucursales de compañías extranjeras, organismos seccionales y las mutualistas y cooperativas de ahorro y crédito regidas por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero. La emisora crea deudas contra sí, las mismas que están respaldadas por el patrimonio de la compañía, por sus utilidades futuras o por prendas o hipotecas; a diferencia de la titularización que no es una deuda contra la emisora, sino que es cartera constituida por deudas de terceras personas, que se pueden haber obligado con el emisor o con un acreedor anterior.

³¹ MARRÉ, op. Cit., p. 34

A semejanza de la cartera titularizada, los títulos constituidos por estas obligaciones son títulos ejecutivos exigibles, de los que se espera el pago de un capital y de sus intereses a un plazo determinado. Los títulos que vencen en menos de 360 días son conocidos como papel comercial y los de vencimiento superior son conocidos como obligaciones, simplemente; éstas a su vez tienen dos opciones para el inversionista: que se paguen al final del plazo establecido o que sean convertidas en acciones del capital social.

La Superintendencia de Compañías debe aprobar la colocación de estas obligaciones en la bolsa de valores, además de que deben ser registradas y calificadas y su valor se cotiza de conformidad con la valorización de la acciones de la compañía, no así en la titularización de cartera, en que no se cotiza a la emisora (que también es una sociedad, pues los bancos son sociedad anónima), sino al valor de la cartera y su riesgo.

Los PRÉSTAMOS bancarios, pueden ser a largo plazo. A nivel local puede ser que no se encuentre el prestamista que disponga de todo el capital que el prestatario requiere, y no es fácil conseguir que varias entidades le presten a un solo deudor una suma alta, pues sus garantías pueden no ser suficientes y las tasas de interés, comisiones y costos pueden ser más altos, además de que el préstamo en sí pasa a formar parte de los pasivos del prestatario.

En la titularización se puede conseguir una diversidad de inversionistas que conjugados sumen el capital total que se requiere, y al ser la cartera la titularizada, en lugar de aumentar los pasivos, estos disminuyen, mejorando los balances de la empresa. Los costos para el financiamiento bajan por ser menores las tasas y comisiones.

CAPÍTULO II

REGULACIÓN ECUATORIANA Y LEGISLACIÓN

La regulación es definida por Eugenia Correa³² como el conjunto de leyes y normas dictadas por las autoridades gubernamentales para mantener control sobre intermediarios financieros y sus operaciones, con el objetivo de evitar las crisis financieras y económicas.

La desregulación, en cambio, es el parcial alejamiento de las autoridades financieras del intermediario y sus operaciones, dándoles libertad de acción. Nótese que Correa no la concibe como una supresión total de supervisión estatal.

El Ecuador posee sus leyes y regulaciones económicas y financieras que se han alineado con la concepción de desregulación financiera, apuntando hacia la internacionalización³³ financiera que ha sido catalogada como la primera fase para llegar finalmente a la globalización financiera.

Ramón Sánchez Tabarés³⁴, afirma que la globalización financiera ha provocado un desorden en los mercados internacionales y ha patrocinado la pérdida de control de las autoridades nacionales frente a operaciones financieras desarrolladas en un contexto internacional desregulado y la falta de una autoridad universalmente reconocida.

Nos enfocamos ahora en las regulaciones del mercado local ecuatoriano, y las comparamos con las regulaciones de países como Colombia, que es uno de los más desarrollados en titularizaciones en América Latina.

³² CORREA, Eugenia, *Crisis y desregulación financiera*, siglo XXI editores, primera edición, México, 1998, p. 138

³³ La internacionalización es la etapa en la cual los estados aún mantienen su soberanía económica, pero se proyectan al exterior. En cambio, en la globalización económica - financiera, la soberanía sobre estos aspectos se ve comprometida, pues los gobiernos ya no pueden intervenir con sus políticas al haber permitido la apertura, liberalización y desregulación financiera total.

³⁴ TABARES Sánchez, Ramón, *La evolución de los mercados financieros internacionales*, Departamento de Política Económica y Estructura Económica Mundial, Universidad de Barcelona, 7 de octubre de 1997, artículo publicado en Internet.

2.1. Ley General de Instituciones del Sistema Financiero

La actual Ley General de Instituciones del Sistema Financiero (L.G.I.S.F.) apareció en 1994, reemplazando a la Ley General de Bancos, dentro del proyecto de modernización del Estado y en atención a las recetas de las financieras internacionales.

Con esta ley, (que hasta hoy está vigente y que ha sufrido varias reformas y una codificación en el año 2003) se introdujo el concepto de banca universal, donde gran variedad de actividades de intermediación financiera se concentran en una misma institución; la ley además regula la apertura y cierre de entidades favoreciendo la competencia; da apertura a la inversión extranjera; establece requisitos y normas exigentes para supervisión y control y facilita el cierre de financieras en quiebra reduciendo el costo social. Pero la crisis de 1999 en el Ecuador reflejó que no solo era requerida una ley que apuntara hacia la nueva arquitectura financiera, sino un adecuado sistema de supervisión y control, que con el último caso del cierre inesperado del Banco de Los Andes en el año 2007, se puede calificar como deficiente.

La referida ley, al tratar sobre la participación de la banca en el mercado de valores, se remite, como parece lógico, a la Ley de Mercado de Valores, y así lo dispone en su artículo 1, inciso 6, que dice:

Artículo 1.- (inciso 6) La sociedad controladora de un grupo financiero y las instituciones financieras se someterán al cumplimiento de las normas de la Ley de Mercado de Valores, en lo referente al registro y a la oferta pública de valores, pero su control y supervisión será ejercido exclusivamente por la Superintendencia de Bancos.

Queda claro que para la supervisión de la banca, en cuanto a su constitución, administración y operación, el control radica en la Superintendencia de Bancos y la

Junta Bancaria, y entre sus regulaciones no se encuentra alguna sobre procesos de titularización.

En la LGISF encontramos la autorización legal para que los bancos puedan participar en el mercado de valores, pero una vez que incursionan en ese campo, deben sujetarse a lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores (LMV) y las regulaciones del Consejo Nacional de Valores (CNV)³⁵, dependencia de la Superintendencia de Compañías competente en cuanto a operaciones en bolsa y a la regulación de procesos de titularización, atribución concedida por la LMV, artículo 9, numeral 11. Sus resoluciones son normas que tienen carácter obligatorio para todos los participantes del mercado de valores, según lo dispuesto en el artículo 4 del Reglamento General a la Ley de Mercado de Valores.

Además de remitirse a la Ley de Mercado de Valores, la ley que regula el sistema financiero privado se refiere a los estándares internacionales establecidos por el Comité de Basilea, que son recogidos por la Junta Bancaria en sus resoluciones. Así lo dispone el artículo 47 de la ley.

Artículo 47.- Con el objeto de preservar su solvencia, las instituciones del sistema financiero deberán mantener, en todo tiempo, el conjunto de relaciones técnicas que establezca la Junta Bancaria mediante resolución de carácter general, siguiendo los estándares internacionales, especialmente los establecidos por el Comité de Basilea.

El Marco de Basilea II³⁶, revisado en junio del 2006, emitido por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea al que se refiere el artículo 47, y que tiene calidad de tratado internacional, posee como ámbito de aplicación a los bancos con actividad

³⁵ La última codificación se realizó en marzo de 2007.

³⁶ Bank for International Settlements, Press & Communications, CH-4002 Basilea (Suiza), 2006

internacional, y uno de sus objetivos principales es la protección a los depositantes, para lo cual pone énfasis en las actividades de supervisión.

Basilea II también determina parámetros para regular los procesos de titularización donde la banca privada es emisora y la denomina *posición de titularización*, definiéndola en su párrafo 541 de la siguiente forma:

...la exposición de los bancos a una titularización se denominará “posición de titularización”, entre las que cabe incluirse, entre otros: bonos de titularización de activos (ABS), bonos de titularización hipotecaria (MBS), mejoras del crédito, facilidades de liquidez, swaps de tipos de interés o de divisas, derivados del crédito y coberturas por tramos tal y como se definen en el párrafo 199. Las cuentas de reserva, como por ejemplo las cuentas de colateral en efectivo, contabilizadas como un activo por el banco originador, también deberán recibir el tratamiento de posiciones de titularización.

Además, se insta a los bancos para que consulten a sus supervisores nacionales en caso de duda sobre la calificación de otras operaciones que podrían ser consideradas como procesos de titularización, lo cual concuerda con el artículo 143 último inciso de la Ley de Mercado de Valores que deja abierta la posibilidad de que el Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías puedan autorizar procesos de titularización de activos diferentes a los señalados en ese mismo artículo.

Basilea II determina que existen varias estructuras de titularización, exponiendo dos principales: la primera es la tradicional donde el pago a los inversionistas depende de los flujos de capital que generen posiciones subyacentes y no dependen directamente de la actuación del emisor. Es decir, en una titularización de cartera de la banca que está constituida por los títulos que respaldan préstamos donde la banca es la acreedora (ej: contratos de compraventa con reserva de dominio con cuotas mensuales a pagarse por

tres años a partir de hoy), los flujos futuros o pagos a los inversionistas dependen de los pagos que realicen los deudores de esa cartera de las cuotas del crédito.

La segunda es la estructura sintética en la cual, existen dos conjuntos de posiciones o tramos, un principal y un colateral. El riesgo de crédito del conjunto subyacente está cubierto por derivados de crédito o de garantías.

El artículo 51 de la L.G.I.S.F dispone que la banca privada podrá participar en el mercado de valores, a través de las siguientes operaciones:

- a) Emitir obligaciones y cédulas garantizadas con sus activos y patrimonio. Las obligaciones de propia emisión se registrarán por lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores;
- b) Negociar letras de cambio, libranzas, pagarés, facturas y otros documentos que representen obligación de pago creados por ventas a crédito, así como el anticipo de fondos con respaldo de los documentos referidos;
- c) Negociar documentos resultantes de operaciones de comercio exterior;
- d) Negociar títulos valores y descontar letras documentarias sobre el exterior, o hacer adelantos sobre ellas;
- e) **Adquirir, conservar o enajenar, por cuenta propia, valores de renta fija, de los previstos en la Ley de Mercado de Valores y otros títulos de crédito establecidos en el Código de Comercio y otras leyes, así como valores representativos de derechos sobre estos, inclusive contratos a término, opciones de compra o venta y futuros;** podrán igualmente realizar otras operaciones propias del mercado de dinero; podrán participar directamente en el mercado de valores extrabursátil, exclusivamente con los valores mencionados en esta letra y en operaciones propias.
Las operaciones efectuadas a nombre de terceros, o la venta y distribución al público en general de dichos valores, deberán ser efectuados a través de una casa de valores u otros mecanismos de transacción extrabursátil;
- f) **Emitir obligaciones con respaldo de la cartera de crédito hipotecaria o prendaria propia o adquirida, siempre que en este último caso, se originen en operaciones activas de crédito de otras instituciones financieras;**
- g) Garantizar la colocación de acciones u obligaciones

En el mercado extrabursátil, el banco participa como intermediario financiero otorgando créditos para consumo (quiropgrafarios o bajo firmas), comerciales (garantizados por una prenda) o hipotecarios. Los títulos que contienen tales préstamos u obligaciones de pago son las letras, pagarés, bauchers, contratos, etc., que pueden haber sido emitidas directamente por la misma institución financiera o adquirida mediante factoring, cesiones o endosos.

Estos documentos (que constituyen la cartera del banco que no está vencida aún, por lo que existe una expectativa de flujos futuros), se colocan en el mercado bursátil a través de la negociación en la bolsa de valores. Para ello, los documentos son agrupados en un pool o portafolio según características similares, transferidos a un fideicomiso y calificadas por la calificadora de riesgo autorizada, además de registrada en el Consejo Nacional de Valores, listos para convertirlos en títulos-valores negociables en el mercado, adquiriendo así el banco liquidez (dinero) en forma rápida, a cambio de dichos títulos. Esta liquidez se reinvierte en nuevos créditos.

Este proceso está regulado, como ya he dicho, por la Ley de Mercado de Valores su reglamento y las resoluciones emitidas por el Consejo Nacional de Valores, por lo que a continuación paso a analizarlos.

2.2.Ley de Mercado de Valores

Recordemos que el mercado de valores es aquel segmento del mercado de capitales que permite canalizar los recursos del sector público hacia sectores productivos. Es conocido también como el mercado bursátil.

Antes de la actual ley, el mercado bursátil nacional se encontraba regulado por la Ley 111, del 26 de enero de 1969, publicada en el Registro Oficial 144 del 26 de marzo del mismo año, sin embargo sus disposiciones no eran suficientes para el desarrollo del

mercado de capitales. Posteriormente, en abril de 1993 el último proyecto de ley de la Ley de Mercado de Valores (hubo un sinnúmero de proyectos anteriores) fue enviado por el ejecutivo con carácter de económico urgente al Congreso, para ser aprobado en 15 días y fue la ley que rigió hasta 1998, sin ser un apoyo adecuado para el desarrollo del mercado, encontrándose el Ecuador en desventaja con el desenvolvimiento bursátil del resto de América Latina.

El 30 de junio de 1998 el Congreso Nacional, considerando la experiencia adquirida en la aplicación de la Ley de Mercado de Valores de 1993 y pensando en que es *“necesario actualizar y sustituir sus normas para facilitar el cumplimiento de los objetivos para los cuales fue expedida”* promulgó una nueva Ley de Mercado de Valores que consta de 238 artículos más las disposiciones transitorias y que se encuentra actualmente vigente.

Es en esta última ley (1998) en la que se instituye por primera vez en el Ecuador la figura de la *titularización*, pero que solo fue ejecutada en banca a partir del año 2000, como una alternativa de financiamiento, pues la crisis provocada por el congelamiento de todas las cuentas de bancos, provocó la desconfianza en el sector financiero, por lo que ya no podían captar con facilidad los recursos de los cuenta ahorristas ni cuenta correntistas, mucho menos de inversionistas mayores. Por ello, para obtener nuevas fuentes de liquidez, se emitió títulos valores con respaldo de la cartera crediticia que la banca tenía a su haber.

Como cité en el capítulo anterior, la Ley de Mercado de Valores ecuatoriana, define a la titularización en su artículo 138 como *el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.*

Como se observó en el capítulo anterior, la titularización es un proceso de transformación de activos, que son difíciles de negociar libremente, en títulos-valores, instrumentos que fácilmente entran en oferta pública en el mercado de valores para brindar liquidez a su originador a cambio de ellos. El respaldo de estos documentos está en el fideicomiso o patrimonio autónomo constituido específicamente para ese fin.

El artículo 111 de la LMV, dispone: *Se podrá utilizar el contrato de fideicomiso mercantil como medio para llevar a cabo procesos de titularización de activos.*

Asimismo, el artículo 140 de la LMV, en concordancia con el artículo 7 del Reglamento sobre procesos de titularización aplicable a originadores de derecho privado, dispone que existen dos mecanismos para los procesos de titularización: fondos colectivos de inversión y fideicomiso mercantil.

No puede haber, entonces, titularización si no hay la aportación de los títulos-valores emitidos a un fondo colectivo de inversión³⁷ (donde los valores se llaman cuotas) o a un fideicomiso mercantil o patrimonio autónomo, aporte que según Basilea II, tiene como propósito aislar el riesgo de crédito del emisor, posicionando a este fideicomiso fuera del alcance de los acreedores del originador³⁸, incluso en caso de quiebra o de intervención judicial. Es una forma de atraer a los inversionistas dándoles cierta garantía de estabilidad, por lo que el aporte al fideicomiso, constituye un requisito operativo para las titulaciones.

Las instituciones del sistema financiero, como dispone el artículo 74 de la Ley de Mercado de Valores, son inversionistas institucionales, que para intervenir en procesos de titularización como originadoras, están obligadas a ceder sus activos o

³⁷ Los fondos de inversión colectivos son patrimonios autónomos, constituidos bajo contrato de fideicomiso mercantil y manejados por administradoras de fondos y fideicomisos, sujetándose a las condiciones y normas del contrato constitutivo. En este caso la administradora puede manejar el fondo y a la vez actual como emisora en los procesos de titularización de valores aportados a este fondo, cuyos réditos pueden ser invertidos en proyectos productivos específicos, como educativo o de vivienda por ejemplo, atendiendo a lo dispuesto en su reglamento interno.

³⁸ El artículo 141 de la Ley de Mercado de Valores además aleja al patrimonio autónomo del alcance de los acreedores del agente de manejo y de los inversionistas

derechos a un patrimonio autónomo. Como excepción, únicamente las corporaciones de desarrollo del mercado secundario de hipotecas, están facultadas para actuar como originadoras, fiduciarias y colocadoras a la vez, según lo dispuesto en la LGISF, artículo 1, inciso 7 que dice:

Las corporaciones de desarrollo de mercado secundario de hipotecas son las únicas autorizadas por esta ley para actuar como fiduciarias en procesos de titularización que efectúen en el cumplimiento de sus fines. 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.

En el Ecuador, CTH S.A. es una corporación de desarrollo del mercado secundario de hipotecas. Funciona en las instalaciones de la Corporación Financiera Nacional, pero es una empresa privada de servicios financieros, constituida igual que cualquier banco, que debe mantener un patrimonio técnico y movilizar recursos para proyectos de vivienda e infraestructura relacionada. Es decir, funciona como una intermediaria más, pues moviliza recursos, con la particularidad de que puede actuar como fiduciaria en procesos de titularización de cartera hipotecaria tanto propia como de terceros, actividad prohibida para la banca. Para ello, deben mantener unidades distintas de custodia, contabilidad y tesorería, de aquellas que forman parte de la

administración de la corporación³⁹. De igual forma, debe sujetarse a lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores y su reglamento, en cuanto a las operaciones que realice en la bolsa.

En cambio, las instituciones financieras participan a través de una casa de valores⁴⁰, única intermediaria autorizada para operar en el mercado bursátil por cuenta de terceros y por cuenta propia. Sin embargo, las instituciones financieras pueden constituir casas de valores que pertenezcan al mismo grupo financiero⁴¹, pero en sus balances y administración éstas deben distinguirse de aquellas.

Corresponde ahora revisar cuáles son los sujetos imprescindibles o partes esenciales que intervienen en los procesos de titularización, según el artículo 139 de la LMV, y son:

Originador: que en general puede ser cualquier tipo de persona (natural, jurídica, pública o privada) que acredite ser propietario de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados, además de justificar las rentas, derechos de contenido económico o flujos futuros que dichos activos generen. Si no es el propietario de los activos o derechos que respaldan la emisión, no puede emitir títulos-valores. Dicho de otra forma, un tercero no puede aportar activos de su propiedad para que otra persona sea quien participe como originador de la titularización.

El Marco de Basilea II, determina dos condiciones para calificar a un banco como originador: 1) Que el banco origine en forma directa o indirecta las posiciones subyacentes; 2) El banco actúa como patrocinador de un vehículo de pagarés de empresa titulizados (ABCP) o de un programa similar por el que se adquieran posiciones de terceros.

³⁹ Codificación regulaciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros, Normas generales para la aplicación de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, Artículo 11, numeral 3.

⁴⁰ Artículo 4, tercer inciso de la LMV.

⁴¹ Artículo 56 LMV

Agente de Manejo: según el artículo 139 de la LMV, esta función es desempeñada por una administradora de fondos y fideicomisos⁴² (fiduciaria), que responde por la buena administración del proceso de titularización, sin que se pueda medir su trabajo por los resultados obtenidos, a menos que se compruebe que ha actuado con dolo o culpa.

La administradora de fondos es quien realiza la parte primordial del proceso de titularización. Una vez que adquiere los activos y derechos a titularizarse, solicita autorización para realizar el proceso, emite los títulos, los coloca en el mercado, los oferta, administra los fondos obtenidos y los distribuye entre los inversionistas. La ley le da capacidad para delegar algunas de las funciones que debe desempeñar en este tipo de procesos, excepto las tres primeras constantes en el artículo 139 de la Ley y que son: 1) obtener las autorizaciones de las autoridades de control para la emisión. 2) recibir los activos a ser titularizados, 3) emitir los valores que serán respaldados por el patrimonio de propósito exclusivo, que en el caso de los bancos está compuesto por su cartera.

Además, tal como lo manda el artículo 149 de la ley, en concordancia con el artículo 9 del Reglamento General, es obligación del agente de manejo, a partir del registro de los valores, poner a disposición de la Superintendencia de Compañías y de los inversionistas, la información requerida sobre los procesos de titularización, con la periodicidad que el Consejo Nacional de Valores determine.

El patrimonio de propósito exclusivo (denominado SPV, *special purpose vehicle*, en Basilea II, párrafo 552), que es administrado por el agente de manejo y constituido por el originador. Constituye el respaldo de los títulos valores emitidos, por lo que los inversionistas únicamente pueden perseguir este patrimonio para el

⁴² Las sociedades administradoras de fondos son sociedades anónimas que tienen calidad de fiduciarias y entre sus facultades está la de actuar como emisores en procesos de titularización, debiendo para ello sujetarse a lo dispuesto en los títulos de Fideicomiso Mercantil y de la Titularización en la Ley de Mercado de Valores y los reglamentos. Artículo 97 de LMV.

cumplimiento de obligaciones por parte del agente de manejo y no otros bienes diferentes⁴³. El artículo 144 de la LMV dispone que los activos se transferirán a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil, pues en los procesos de titularización si existe un beneficio económico para el originador, contrario a lo establecido en el artículo 113 de la misma norma, donde se determina que la transferencia del fideicomiso mercantil no es ni onerosa ni gratuita ya que no determina un provecho económico para el constituyente ni para el fiduciario.

Los inversionistas, quienes adquieren los títulos-valores emitidos y proporcionan liquidez al mercado.

Comité de Vigilancia, independiente de la administradora de fondos y compuesto por tres de los tenedores de títulos y que informan a la asamblea de tenedores de las actividades y cumplimiento del fideicomiso, reportando irregularidades a la Superintendencia de Compañías, según lo dispuesto en el artículo 152, tercer inciso de la LMV.

Intervienen también las **calificadoras de riesgo**, quienes se encargan de determinar la “conveniencia” o el nivel de riesgo que conllevan los títulos-valores emitidos. El riesgo es parte del juego en la bolsa, pero siempre se busca mitigarlo, por lo que es esencial e ineludible el que se deba hacer una análisis y calificación de la cartera y los títulos emitidos con cargo a ella, para colocarlos en la oferta pública, calificación que no toma en cuenta la solidez y solvencia de la entidad originadora o del agente de manejo⁴⁴, pues al haberse aportado a un patrimonio autónomo, la administración y operación de las entidades no debe afectar a la administración de ese patrimonio.

La calificación de riesgo es obligatoria, previo a la inscripción en el registro de valores y a la oferta pública, para todas las emisiones, excepto para los valores emitidos,

⁴³ Artículo 141, inciso 3, Ley de Mercado de Valores

⁴⁴ Artículo 151, inciso 3, LMV

garantizados o avalados por el Banco Central del Ecuador o el Ministerio de Economía y Finanzas y para las acciones de compañías y sociedades anónimas, según lo manda el artículo 12 de la LMV. Sin embargo, existe contradicción con la codificación de la Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado realizada en el año 2005, en su artículo 84, literal c, prohíbe al Banco Central garantizar cualquier tipo de obligaciones. Al ser esta última una ley de derecho público, prevalece sobre la ley de Mercado de Valores.

También están las **auditoras externas** que examinan los procesos periódicamente mientras dure la emisión.

Por cuanto el agente de manejo puede delegar ciertas funciones, aparecen en escena nuevos sujetos auxiliares como el **agente pagador**, que puede ser una institución del sistema financiero y cuya función es la de distribuir los frutos entre los inversionistas. También están las **casas de valores** que se encargan de dar asesoramiento a los inversionistas y de actuar en su nombre y representación, a cuenta y riesgo de aquellos, en la bolsa, a través de sus **operadores de bolsa**⁴⁵.

Los activos susceptibles de titularizarse, se encuentran establecidos en el artículo 143 de la LMV, y son:

- 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.

⁴⁵ Art. 18 Reglamento General a la Ley Mercado de Valores.- *Son operadores de valores bursátiles las personas naturales que actúan en el mercado por cuenta de las respectivas casas de valores*

La banca privada, e instituciones del sistema financiero titulariza cartera de crédito.

Estos activos deben reunir, las características siguientes:

- ser de propiedad del originador
- no encontrarse limitados en su dominio ni poseer gravamen alguno
- existir o que se espera que existan
- que conlleven la expectativa de generar flujos futuros de fondos o de derechos económicos.

Resumen del Proceso.

El originador transfiere los activos a un patrimonio autónomo a través de una cesión a favor de la administradora de fondos y fideicomisos⁴⁶. La fiduciaria valora la cartera de crédito según su clase (de consumo, comercial o de vivienda, sin mezclarlas) y su calificación de riesgo (normal, potencial, deficiente, de dudoso recaudo y pérdida), basada en los informes realizados por una calificador de riesgo y proporcionados por el originador, los mismos que han sido realizados de acuerdo a los parámetros establecidos por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

Con tales informes, la fiduciaria o agente de manejo debe realizar un análisis pormenorizado del índice de siniestralidad general de la cartera de crédito, a efectos de obtener la autorización para la emisión. Este análisis es un trabajo altamente especializado que debe reflejar:

- a. Porcentaje de cartera castigada durante los tres últimos años, excluyendo la cartera recuperada, con relación a la cartera total;

⁴⁶ En este punto cabe recordar que el artículo 95, inciso quinto del Código de Procedimiento Civil, dispone que en caso de cesión para procesos de titularización, no se requiere de notificación a los deudores de la cartera de créditos titulizada, pues se transfieren de pleno derecho tanto los activos como sus garantías, sin formalidades adicionales.

- b.* Porcentaje de cartera total morosa, no castigada que presenta morosidades de 30, 60 ó 90 días, de los últimos tres años;
- c.* Clasificación de cartera, en cuanto a montos y plazos considerando el siguiente detalle: tasa de interés, tipos de garantías, relación entre el monto del crédito y el monto de la garantía;
- d.* Ponderar la existencia de garantías y coberturas que amparen los créditos, así como la exigibilidad e idoneidad de las mismas;
- e.* Determinar los flujos futuros que generará la cartera, por un período que deberá ser igual al del plazo de la emisión de los valores derivados de la titularización;
- f.* Elementos considerados para otorgar el crédito originador de la cartera, tales como el tiempo de vinculación del cliente con la entidad;
- g.* Posición expuesta por diferencial cambiario, de ser el caso; y,
- h.* Análisis de sensibilidad, a fin de determinar la variabilidad de los flujos futuros de la cartera, en escenarios pesimista, moderado y optimista, con indicación de las probabilidades de ocurrencia de estos escenarios.

El artículo 14 del Capítulo V de la Titularización, del Título III de la Oferta Pública de Valores, de la codificación de resoluciones del CNV, dispone que para medir el índice de siniestralidad se debe diferenciar la cartera nueva (menor a 3 años) de aquella que tiene más de 3 años.

Una vez que se ha analizado la cartera que se pretende titularizar, y que se ha determinado su rentabilidad, el representante legal del agente de manejo debe solicitar por escrito, con firma de un abogado, a la Superintendencia de Compañías que se autorice la oferta pública y el correspondiente registro en el Mercado de Valores, adjuntando los documentos de información general determinados en el artículo 7 del

Reglamento sobre procesos de titularización aplicable a originadores de derecho privado, entre los cuales están:

- prospecto de oferta pública, que contiene información general de la emisión como nombre del originador, del agente de manejo, calificación de riesgo de la emisión, monto a titularizarse, tipos de valores a emitir, un resumen del contrato de fideicomiso, información económica y financiera, y más determinados en el artículo 11 del reglamento ya citado, cuya finalidad es poner en conocimiento de los inversionistas cuantos detalles sean necesarios para que puedan tomar una decisión de invertir en este proceso.
- detalle de flujos futuros que generará la cartera a titularizarse,
- mecanismos de garantía que deben cubrir en 1.5 veces el índice de siniestralidad,
- declaración juramentada del representante legal del Agente de Manejo acerca de la veracidad de la información contenida en el prospecto de oferta pública.

Estos son los documentos que en todo proceso de titularización se debe presentar, pero existen documentos específicos para la titularización de cartera de las instituciones del sistema financiero, y son: determinación del monto de la emisión que no puede exceder del 100% del valor de la cartera, índice de siniestralidad de los flujos proyectados y certificación del originador que acredite que sobre la cartera no se encuentra gravamen alguno.

Una vez entregada la petición con toda la documentación a la Superintendencia de Compañías, ésta emite una resolución autorizando o negando la emisión y su inscripción, a más de disponer se cumplan ciertas disposiciones, propias de cada proceso. El artículo 15 de la LMV, establece una cláusula de exclusión, donde se debe aclarar en los prospectos de oferta pública que la autorización conferida para la oferta

pública no significa que ni la Superintendencia de Compañías ni el Consejo Nacional de Valores den *recomendación alguna para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre su precio, la solvencia de la entidad emisora, el riesgo o la rentabilidad de la emisión*. Pero si se requiere una autorización y ésta solo es conferida previo un análisis de tanta documentación e informes técnicos, ¿cómo evitar considerarla un “aval” de la emisión?

Obtenida la autorización se puede continuar con la inscripción en el Registro del Mercado de Valores, acto que constituye un requisito previo a la participación en el mercado bursátil⁴⁷, y la aceptación y compromiso por parte del agente de manejo de publicar la información que le sea requerida por el ente regulador del mercado bursátil, y ponerla a disposición de los inversionistas.

Luego de la autorización e inscripción se emiten los títulos-valores, que pueden ser nominativos o a la orden, únicamente negociables en la bolsa de valores, y que son de tres tipos, de conformidad con el artículo 147 de la LMV, en concordancia con el artículo 1 del Reglamento sobre procesos de titularización aplicable a originadores de derecho privado.

- **Valores de titularización de contenido crediticio o de renta fija:** los inversionistas reciben el capital invertido más un rendimiento pactado.
- **Valores de titularización de participación o valor de renta variable:** el inversionista posee una cuota a prorrata por su inversión sobre el patrimonio autónomo.
- **Valores de titularización Mixtos:** combinan los dos anteriores.

⁴⁷ Artículo 18, segundo inciso de la LMV.

Para confianza de los inversionistas, los procesos de titularización deben estar garantizados por el originador o por el agente de manejo⁴⁸, para cubrir en 1.5 veces los siniestros o distorsiones en los flujos que impiden que los inversionistas puedan ejercer los derechos reconocidos en su favor. Los índices de siniestralidad y de desviación se calculan en base a los parámetros técnicos que se hallan determinados por el Consejo Nacional de Valores.

Los mecanismos de garantía buscan cubrir los riesgos de emisión, mejorando la calificación de riesgo, a la vez que el precio y la colocación de la emisión. Estos mecanismos están establecidos en el artículo 150 de la LMV, y son:

- 1. Subordinación a la emisión**, por el cual se realizan dos emisiones simultáneas: una principal cuyos títulos-valores son *senior* o títulos-valores privilegiados a los que se les debe pagar cumplidamente capital e intereses ofrecidos. Una emisión de títulos-valores *junior* o subordinados, cuyos rendimientos cubren la siniestralidad o el riesgo de falta de liquidez de los *senior*, y se pagan cuando ya se ha cumplido con los privilegiados. El originador o inversionistas que conocen de estos títulos junior, son quienes suscriben o adquieren los títulos subordinados a la emisión principal.
- 2. Sobrecolateralización**, que consiste en transferir al fideicomiso (spv), un monto superior a la suma total de activos a titularizarse, que cubra en 1.5 veces el índice de siniestralidad.
- 3. Exceso de flujos de fondos**, por medio del cual se constituye un fondo de garantía con dinero en efectivo que puede ser aportado por el originador, u obtenido de la diferencia que exista entre el porcentaje ofrecido al inversionista y el verdadero rendimiento percibido de los activos transferidos al fideicomiso.

⁴⁸ Artículo 150 de la ley de Mercado de Valores en concordancia con el artículo 8 del Reglamento sobre procesos de titularización aplicable a originadores de derecho privado

4. **Sustitución de activos**, que se produce cuando los activos fideicomitidos sufren deterioro, por lo que el originador se ve obligado a transferir nuevos activos del mismo tipo que sustituyan los de mala calidad que le son restituidos y vuelven a su contabilidad.
5. **Contratos de apertura de crédito**, donde una institución financiera otorga una línea de crédito al patrimonio de propósito exclusivo, la cual se utilizará en caso de que los flujos de los activos no estén rindiendo conforme a lo ofrecido a los inversionistas.
6. **Garantía o aval**, un tercero, de preferencia una institución financiera rinde una garantía a favor del patrimonio con propósito exclusivo, la cual se ejecuta en caso de que los pagos de los valores titularizados fallen.
7. **Garantía bancaria o póliza de seguro**, las cuales se efectivizan a favor del patrimonio de propósito exclusivo al producirse el siniestro que se garantiza o asegura.
8. **Fideicomiso en garantía**, el originador constituye otro fideicomiso al cual se transfieren los activos que garantizarán los pagos a los inversionistas en caso de producirse las situaciones de siniestralidad determinados en el contrato de constitución del fideicomiso.

Uno o varios mecanismos se podrán usar de acuerdo al tipo de activos que son titularizados y a su riesgo. Por ejemplo, si un banco originador aporta al fideicomiso contratos de compraventa con reserva de dominio de vehículos que se encuentran financiados por este banco y cuyos clientes deudores tienen cuotas por pagar para los próximos tres años, se tomará como un mecanismo de garantía las pólizas de seguro con amplia cobertura para los vehículos objeto de los contratos, seguros de vida para los clientes deudores, cuyo beneficiario sea el patrimonio autónomo; además se podrá optar

por una sobrecolateralización que cubra como mínimo en 1.5 veces el índice de siniestralidad y un fondo de reserva que cubra a los inversionistas por la insuficiencia en la recaudación de los flujos, aunque puede ser una cobertura mayor, tal como lo ha hecho el Banco Amazonas, que busca mecanismos que cubran hasta en 3 veces el índice de siniestralidad⁴⁹.

El fideicomiso mercantil

En virtud de que la banca, al actuar como originadora, instrumenta el patrimonio autónomo (SPV) a través del fideicomiso mercantil para llevar a cabo el proceso de titularización de cartera, conviene revisar brevemente la legislación pertinente sobre los contratos de fideicomiso mercantil.

Se llama fideicomiso mercantil tanto al contrato, como al patrimonio autónomo constituido en este contrato.

El fideicomiso mercantil está definido como un *acto de confianza*⁵⁰, y una *ficción jurídica capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones a través del fiduciario*⁵¹, constituido mediante escritura pública. Es un *conjunto de derechos y obligaciones afectados a una finalidad y que se constituye como efecto jurídico del contrato*⁵².

Sus características son:

- En virtud de la transferencia de dominio de bienes, posee **personalidad jurídica**, y su representante legal es el fiduciario⁵³, lo que le diferencia del encargo fiduciario⁵⁴, acto jurídico que es simple mandato o comisión, de carácter

⁴⁹ En el proceso de titularización del año 2004, de su cartera automotriz, llevado a cabo en 3 tramos.

⁵⁰ Artículo 1 del Reglamento sobre negocios fiduciarios, Resolución CNV 004-2001.

⁵¹ Artículo 109 Ley de Mercado de Valores, último inciso.

⁵² Artículo 109 LMV, segundo inciso.

⁵³ Artículo 109 LMV, tercer inciso.

⁵⁴ Artículo 114 LMV.

irrevocable, donde no existe transferencia de bienes y que carece de personalidad jurídica.

- **Autonomía y distinción** de los patrimonios del constituyente, fiduciario, beneficiario, adherentes y de otros fideicomisos⁵⁵.
- **Irrevocabilidad**, es decir, no puede ser libremente revocado, anulado o invalidado por las partes que intervienen en el proceso.
- **Innembargabilidad**, ni puede ser sometido a medida cautelar alguna por parte de los acreedores de los sujetos participantes en el fideicomiso.
- La transferencia de dominio de los bienes a título de fideicomiso mercantil, no constituye hecho generador de obligaciones tributarias⁵⁶.
- El propio patrimonio autónomo es **garantía suficiente** de las obligaciones contraídas por el fiduciario a nombre del fideicomiso mercantil⁵⁷.

Los sujetos que intervienen en este tipo de contratos son:

- **Constituyente**, quien es propietario de los bienes aportados al fideicomiso.
- **Fiduciaria**, quien administra el patrimonio autónomo, según las instrucciones del constituyente y que constan en el contrato de constitución.
- **Beneficiario**, a favor de quien se ejecutan las instrucciones del constituyente, pudiendo él mismo ser el beneficiario.
- **Adherente**, quien ocasionalmente puede aparecer en el contrato al incluirse posteriormente a la celebración de la constitución, como constituyente o beneficiario.

El contrato de fideicomiso mercantil se sujeta a lo dispuesto en su clausulado en cuanto a su duración, condiciones, administración, finalidad, etc., sin embargo, sus requisitos mínimos se encuentran establecidos en el artículo 120 de la LMV, entre los

⁵⁵ Artículo 118 LMV, primer inciso.

⁵⁶ Artículo 113 LMV.

⁵⁷ Artículo 118 LMV, segundo y cuarto inciso.

que están: identificación de originador y beneficiarios, declaración juramentada del constituyente de que el contrato no adolece de causa ni objeto ilícito; transferencia de los bienes al patrimonio autónomo; derechos y obligaciones de cada sujeto; nombre del fideicomiso; formas de terminación; condiciones de manejo y liquidación; jurisdicción y competencia.

Además de aquellos, para el caso de la titularización, el numeral dos del mismo artículo dispone:

Art. 120... 2.- Además, el contrato podrá contener elementos adicionales, tales como:

La facultad o no y la forma por la cual el fiduciario pueda emitir certificados de participación en los derechos personales derivados del contrato de fideicomiso mercantil, los mismos que constituyen títulos valores, de conformidad con las normas de titularización que dicte el C.N.V.

Una cláusula importante en el contrato es la del **punto de equilibrio**, que debe constar en el Reglamento de Gestión del fideicomiso, en donde se determina la viabilidad jurídica, técnica y financiera del proyecto, es decir, se determina la conveniencia y posible rentabilidad. Al alcanzarse este punto, inicia el proceso de titularización, conforme a lo dispuesto en el artículo 140 de la LMV

Legislación Comparada

Según el estudio *Financiación de vivienda y titularización hipotecaria en Latinoamérica*⁵⁸ realizado por la Dirección de Planeación de Titularizadora Colombiana en junio de 2005, la titularización está más relacionada con la cartera hipotecaria, y ha alcanzado el mayor desarrollo en México, Brasil, Chile y Colombia, en ese orden.

El estudio mencionado, analiza las restricciones que existen para realizar titularizaciones a corto plazo, que se enumeran así:

⁵⁸ www.titularizadora.com.esp

- Mercados hipotecarios poco desarrollados;
- Ausencia de una legislación que regule un marco general de la titularización;
- Ausencia de políticas de vivienda a largo plazo;
- Fuerte inestabilidad económica;
- El tamaño y desarrollo del mercado interno.

Creo que el Ecuador se identifica con estas restricciones, pues si bien existen varias ofertas inmobiliarias en las grandes urbes, las condiciones, cuotas de entrada y tasas de financiamiento, traducidas en cuotas mensuales más altas que el salario mínimo unificado, no son accesibles ni siquiera para la clase media; además de que la inestabilidad política y las bajas remuneraciones impiden poder planificar un endeudamiento a largo plazo.

El informe nos da un resumen panorámico de países latinoamericanos, así:

En **Argentina** la titularización se desarrolló como medio de financiamiento en la crisis económica, a falta de crédito bancario. En **Chile** se reguló en marzo de 1994 con la Ley de Mercado de Valores, reformada en 1999, que impulsó el desarrollo de la titularización y el apareamiento de compañías securitizadoras. Los activos más titularizados son los créditos hipotecarios y contratos de leasing habitacional. En **Brasil** una ley de 1997 institucionaliza la titularización y proporcionó seguridad jurídica a los inversionistas, pero el desconocimiento del proceso estimula la desconfianza, además de que no existen incentivos tributarios. Por la misma época, en **Perú** se expidió en 1996 la Ley de Mercado de Valores, con la figura de Patrimonios de Propósito Exclusivo, fundamental para el desarrollo de la titularización. El informe también menciona a **Ecuador**, país que en 1998 promulgó la Ley de Mercado de Valores institucionalizando la titularización y cambió en la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero⁵⁹, a

⁵⁹ En el título XXV de las Reformas, de la Ley de Mercado de Valores, su primer artículo 237, dispone, *De las reformas a otras normas legales.- Refórmanse las siguientes normas legales y reglamentarias: 1)*

las compañías de titularización por corporaciones de desarrollo del mercado secundario de hipotecas. En Ecuador la titularización se ha concentrado en: 1) cartera automotriz (emisiones de Banco Amazonas s.a.); 2) flujos del exterior (emisiones de Master Card); 3) cartera hipotecaria (emisiones de Corporación para Titularización Hipotecaria)

La investigación realizada concluye que en Ecuador no existe un desarrollo óptimo de la titularización, pese a existir una adecuada legislación que la regula, posiblemente debido al tamaño reducido del mercado local, la inestabilidad del mercado y a la debilidad del aparato productivo.

Esto agravado por la incertidumbre jurídica que existe en este país, pues el gobierno central, en su afán de intervenir en las operaciones del sistema financiero, regulando sus comisiones y tasas de interés⁶⁰, ha elaborado reformas legales y proyectos de leyes económicas y financieras. Ahora estamos a las puertas de una asamblea constituyente, que tiene entre sus objetivos la transformación financiera del país y mantiene en vilo las expectativas de los inversionistas⁶¹. Además contamos con la inestabilidad institucional, pues en el Ecuador se acostumbra a destituir Presidentes de la República, escuchar escándalos en las altas esferas del gobierno, y tenemos

En la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, promulgada en Suplemento al Registro Oficial No. 439 de 12 de Mayo de 1994, se efectuarán las siguientes modificaciones: a) En el tercer inciso del artículo 1 sustitúyase la frase: "...compañías de titularización", por la de: "...corporaciones de desarrollo de mercado secundario de hipotecas";

⁶⁰ FRY, Maxwell, en su texto *dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, FELABAN, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1990, México, p. 273, asegura que en virtud de que la banca tiene incertidumbre sobre la calificación de riesgo de sus deudores, pues es la misma banca quien debe investigarla y calificarla, el costo del préstamo sube, reflejado en la tasa de interés; frente a este evento los gobiernos se ven tentados a intervenir y regular impositivamente las tasas, pero esta intervención gubernamental a menudo aumenta la incertidumbre en vez de aminorarla.

⁶¹ En un informe realizado por el Banco Central del Ecuador, a junio de 2007, llamado *Ecuador, Evolución del crédito y tasas de interés*, se constata cómo en este año existe una reducción en el crecimiento de captaciones de la banca abierta y de cartera vigente. En comparación con los años 2005 y 2006, el público ha dejado de realizar depósitos, teniendo en el primer trimestre del 2007 una caída de -1.5% en depósitos a la vista. De igual forma, en créditos vigentes, únicamente se registra un crecimiento en crédito hipotecario, pues en consumo, comercial y microempresarial, ha bajado abrumadoramente.

secretarios de carteras que no están debidamente preparados para sus cargos, por lo que cometen errores inaceptables para los expertos en la materia⁶²

2.3.1 Con la legislación Colombiana

Colombia contempla a la titularización como una alternativa de financiamiento desde 1.993, a partir de la expedición de la **Ley No. 35**, que determina los lineamientos que el Gobierno Nacional debe seguir para la intervención en el sector financiero, bursátil y de seguros. Además encontramos **la Ley 27 de 1990**, que regula las bolsas de valores, el mercado público de valores, los depósitos centralizados de valores; la **Resolución 400 de 1995**, emitida por la Superintendencia de Valores y el **decreto 3139 del 2006**, que regula los procedimientos para operar en el mercado de valores.

La ley 35 se promulgó luego de la fuerte crisis económica de los años 80, que dejó en inestabilidad al sistema financiero nacional, y la necesidad de incentivar al mercado productivo, por lo que era necesario recurrir a nuevas fuentes de liquidez a bajos costos. El artículo 15 de esta ley faculta a las Superintendencias de Bancos y de Valores para que vigilen los procesos de titularización y el artículo 33 del mismo cuerpo legal les concede la atribución de regulación.

Los procesos de titularización tanto en Ecuador como en Colombia son semejantes: la institución financiera originadora aporta los activos o la cartera de crédito a un patrimonio autónomo que es administrado y representado por un agente de manejo, que es quien se encarga de realizar el registro, la emisión, la oferta, la colocación y en sí todo el proceso de la titularización.

Existe una particularidad en cuanto al contrato de fiducia mercantil al que se va a aportar como patrimonio autónomo los títulos de contenido crediticio, y es que el

⁶² por ejemplo, el Ministro de Economía y Finanzas, del actual presidente Rafael Correa, Ricardo Patiño habría proporcionado información privilegiada a uno de los representantes de inversionistas de bonos ecuatorianos, distorsionando el mercado y produciendo nerviosismo a nivel internacional. Dicho escándalo produjo que dejara de ocupar esa cartera y se le asignara el nuevo Ministerio del Litoral.

artículo 16 de la Ley 35 de 1993 no impone que debe realizarse bajo escritura pública, a diferencia de la legislación ecuatoriana. Simplemente dice que puede celebrarse en documento privado, pero que deberá ser inscrito en el correspondiente Registro de la Propiedad, Mercantil o cualquier otro, si los activos objeto de la transferencia están sujetos por su naturaleza a tal inscripción.

El decreto 3139 de 2006, que reforma la resolución 400 de 1995, en su Capítulo Segundo dispone que previo a un proceso de titularización, tanto los valores emitidos como los emisores deben registrarse en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), entidad equivalente al Registro de Mercado de Valores ecuatoriano. Este registro constituye la autorización para realizar la emisión y oferta pública, pero existe la misma exclusión que en el Ecuador de que dicho registro no constituye certificación ni responsabilidad de las autoridades sobre las emisiones.

Para efectos de la oferta pública el emisor debe realizar un prospecto que es publicado incluso en Internet (en la página web de la Bolsa de Valores) y que debe contener, entre otros, los datos del emisor y los datos de los valores y sus precios, calificación de riesgo, mecanismos de cobertura, datos del patrimonio autónomo, etc., todo bajo una estricta reglamentación del uso de la información que protege a los inversionistas, según lo dispuesto en el capítulo cuarto de la Resolución 400 de 1995. En las normas colombianas se observa especial cuidado en cuanto al tratamiento de la información, tal como se evidencia, por ejemplo, en la Resolución 1200 de 1995 de la Superintendencia de Valores, cuyo capítulo segundo se refiere a *Registro de órdenes sobre títulos de contenido crediticio y emitidos en procesos de titularización*, que dispone que todas las órdenes que una sociedad comisionista de bolsa reciba de los inversionistas deben quedar registradas en el Sistema electrónico de registro de órdenes.

Los mecanismos de estructuración que establece la Resolución 400 de 1995 son tres: 1) aporte del patrimonio a un fideicomiso mercantil irrevocable; 2) Constitución de fondos destinados a la adquisición del bien o activo que será motivo de la titularización; 3) Constitución de fondos comunes administrados por una fiduciaria, equivalente a los fondos de inversión colectivos ecuatorianos.

Los sujetos que intervienen son los mismos que en el proceso ecuatoriano:

- Originador, que es el propietario de los bienes que se transfieren al patrimonio autónomo para la emisión.

- Agente de Manejo, que puede ser una sociedad fiduciaria o una sociedad comisionista de bolsa en caso de que la estructura por la que se realiza la titularización sea un fondo de valores.

- Administrador, que puede ser el originador, el agente de manejo o un tercero encargado de administrar y custodiar los activos objeto de la emisión y de recaudar los flujos generados por éstos.

- Colocador (casa de valores ecuatoriana), que es un agente ocasional del proceso pero con mayor experticia en la oferta y colocación de los valores que el agente de manejo.

Al igual que la legislación ecuatoriana, las regulaciones colombianas determinan que existen tres tipos de valores que pueden ser emitidos: de participación, de contenido crediticio, y mixtos. Tales valores pueden ser nominativos o a la orden y deben ser inscritos en el Registro del Mercado de Valores e Intermediarios para su oferta, pero existe una excepción para tal registro y es el que no necesitan inscribirse los valores si es que se encuentran garantizados por una aseguradora o un establecimiento de crédito (que no existe en el Ecuador), o que los activos que respaldan la emisión sean títulos de deuda emitidos o garantizados por el Estado o el Banco de la República.

También se contemplan mecanismos de cobertura para casos de siniestralidad de los flujos, que cubran el riesgo para el inversionista, en por lo menos 1.5 veces el valor de la emisión y estos son internos (cuando el mismo originador es quien garantiza) y externos (cuando un tercero debe intervenir).

Entre los mecanismos internos están: subordinación de la emisión; sobrecolateralización de la cartera; exceso de flujo de caja; sustitución de la cartera; contratos de apertura de crédito; y aval del emisor.

Los mecanismos externos son: garantías de instituciones financieras o de aseguradoras; seguro de crédito; depósito de dinero; y fideicomiso mercantil en garantía.

Las garantías pueden ser extranjeras, sometidas a ley y jurisdicción extraña a la colombiana. En ese caso, debe reunir los requisitos determinados en el artículo 1.1.2.6 del Decreto 3139.

La ley ecuatoriana establece que en los procesos de titularización los agentes de manejo deberán brindar la información que la Superintendencia de Compañías le solicite y con la periodicidad que el Consejo Nacional de Valores determine, sin especificar cuál es esa información. En cambio, la Ley 400 en su artículo 1.1.2.18, literal f) sobre información relevante, dispone que el agente de manejo entregue información a la Superintendencia Financiera en cuanto suceda uno de los presupuestos allí especificados y que son:

- Disminución o aumento del patrimonio autónomo en forma relevante.
- Incumplimiento del contrato por parte de cualquiera de los intervinientes.
- Celebración, modificación, terminación, o no renovación de contratos que puedan estar relacionados con el proceso de titularización.
- Modificaciones en las condiciones de los títulos.

- Incrementos relevantes de los índices de cartera vencida titularizada.

La resolución colombiana, en el párrafo del artículo 1.2.3.2, impone que tanto los originadores como los agentes de manejo cumplan con uno de los dos requisitos que establece para poder iniciar procesos de titularización y son:

a) Que el originador haya realizado 3 emisiones de valores en los dos años anteriores y que por lo menos una esté vigente, a más de que el agente de manejo no haya sido sujeto de sanciones en el año anterior.

b) Que el agente de manejo haya intervenido en 3 procesos de titularización anteriores en los últimos 2 años, debiendo encontrarse por lo menos una de ellas vigente y sin haber tenido sanciones en el año anterior.

Es decir, se prevé que por lo menos uno de los sujetos protagónicos en los procesos de titularización, posea la experiencia suficiente, que facilite un desarrollo adecuado del mercado, además de una idoneidad moral, acreditada por no tener sanciones.

En general la normativa colombiana es mucho más precisa y contiene mayores detalles sobre los procesos de titularización y las operaciones en el mercado, que la legislación ecuatoriana.

Colombia tiene un mercado de capitales y de valores extendido, aunque aún no se lo califica de desarrollado. Sus procesos de titularización son mayoritarios en el ámbito de créditos hipotecarios, pero existe la voluntad de incentivarlo en otros sectores como el comercial y de consumo, además de los bienes inmuebles. Su experiencia ha servido para que el Ecuador tome su figura como modelo, esperando conseguir un crecimiento y estabilidad económicos similares.

2.3.2 Con la legislación Estadounidense

Para Norton, el éxito en Estados Unidos de la titularización se debe al favorable entorno jurídico y económico. Muestra de ello es que los ABS (asset backed securities) se cotizan en Estados Unidos con precios semejantes a los del Tesoro, por lo que son muy atractivos entre los inversionistas.

Las regulaciones que rigen para procesos de titularización en Estados Unidos de Norteamérica, son:

- Securities Act de 1933 (Ley Glass Steagall).
- Securities Exchange Act de 1934.
- Trust Indenture Act de 1939.
- Investment Company Act de 1940.

Estos actos surgieron después de la gran depresión que provocó el *Jueves Negro* de octubre de 1929, cuando la Bolsa de Valores de Nueva York quebró. El gobierno Estadounidense, presidido por Franklin Delano Roosevelt⁶³ detectó la necesidad de mejorar las regulaciones y proteger a los inversionistas (entre los que se encontraba la banca privada que ya no pudo devolver el dinero a sus depositantes) y por ende al sistema económico y financiero del país.

Así, con el Securities Act, el Securities Exchange Act y el Investment Company Act, la supervisión y control del mercado de capitales fue mejorado, la exigencia a los sujetos del mercado de transparentar la información sobre los emisores, los títulos y los riesgos verdaderos que conlleva cada inversión, todo ello tendiente a recuperar la confianza de los inversionistas en el mercado, poniendo sus intereses primero.

⁶³ Franklin Delano Roosevelt asumió la presidencia de Estados Unidos de Norteamérica en 1933, recibiendo un país en crisis: alto índice de desempleo, instituciones financieras quebradas, bajos precios para la producción, la bolsa de valores deshecha, por lo que su primer trabajo fue incentivar las nuevas reglamentaciones que propiciaran el retorno a la liquidez, empezando por abandonar el patrón oro y devaluando en dólar.

En 1939, the Securities Exchange Act crea la Securities and Exchange Commission (SEC) que sería el organismo encargado de supervisar y ejecutar las políticas y normas que rijan el mercado de capitales.

A partir de que se percibió que la causa del *Jueves Negro* fue la información fraudulenta y la mala utilización de la información privilegiada, todo título-valor debe ser registrado electrónicamente en el SEC. Al momento del registro, el emisor está obligado a proporcionar toda la información sobre la compañía propietaria del negocio o emisora tanto en datos societarios legales como económicos y financieros y la descripción del valor que se ofrecerá en el mercado con el riesgo que conlleva, información que se pone en conocimiento del público a través de los prospectos y de EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system), para que el inversionista los analice y decida o no comprar. Pero existen títulos-valores como los emitidos por organismos gubernamentales centrales y seccionales que no requieren ser registrados.

Además ningún valor puede ser ofrecido al público sin que antes se haya firmado un contrato de confianza entre el emisor y los tenedores de los títulos, celebrado de conformidad con lo dispuesto en el Trust Indenture Act.

Los créditos a titularizarse son clasificados según su tipo, tamaño, calidad, ubicación y garantía y ubicados en determinado pool o portafolio.

El desarrollo de los procesos de titularización de cartera de bancos en Estados Unidos de Norteamérica es notable. Steven Drucker and Manju Puri⁶⁴ citan cifras: en el año 2004 los volúmenes de venta de cartera en el mercado secundario alcanzaron los 154.8 billones de dólares, teniendo un crecimiento promedio anual del 26 por ciento, desde 1991, en que la cifra habría llegado a los 8 billones de dólares. Debido a las

⁶⁴ DRUCKER, Steven and PURI, Manju, *On Loan Sales, Loan Contracting, and Lending Relationships*, artículo publicado en internet, en la página web de Federal Reserve Bank of Chicago.

ventajas que la securitización proporciona a los bancos⁶⁵, actualmente el porcentaje de cartera titularizada superaría al de cartera consolidada existente en las cuentas del banco prestamista.

Robert DeYoung y Tara Rice⁶⁶ aseguran que los bancos en EUA tienen dos formas principales de hacer dinero: 1) a través de estrategias bancarias tradicionales tales como la captación de depósitos a cambio de una tasa de interés baja, y los préstamos concedidos a cambio de una alta tasa de interés; y 2) el empleo de estrategias no tradicionales como la titularización de créditos con tarjeta y de créditos hipotecarios, obteniendo a cambio ingresos por la emisión, titulización y la agencia de pagos, por ejemplo. Estas nuevas estrategias nacen en el seno de la desregulación financiera (pues les permite a los bancos innovar) y el desarrollo tecnológico (ya que les brinda mayor y más ágil acceso a la información en cuanto a cotización en el mercado de valores).

Rebecca S. Demsetz⁶⁷ publica en Internet un ensayo sobre las motivaciones de la banca para originar procesos de titularización. Ella habla de 3 hipótesis: La hipótesis de las *ventajas comparativa*, donde los bancos originadores poseen una ventaja comparativa al poder detectar carteras susceptibles de titularización, y los bancos adquirentes de esos portafolios tienen su ventaja comparativa en la compra de esos títulos-valores; la hipótesis de la *diversificación*, por la cual los bancos que por su tamaño o expansión geográfica tal vez, poseen un portafolio limitado, al adquirir títulos-valores respaldados con cartera en el mercado secundario, pueden diversificar sus portafolios de préstamos “rebalanceándolos”, pudiendo después nuevamente venderlos; y la hipótesis de las *barreras reputacionales* que se explica al tener importancia

⁶⁵ Reducción de costos, reducción del riesgo de la cartera, diversificación del portafolio, obtención de capital para inversiones más aceleradas, sin tener que esperar a la recuperación de los créditos proporcionados, etc.

⁶⁶ DEYOUNG, Robert y RICE, Tara, *How do banks make money? A variety of business strategies*, artículo publicado en internet, 4Q/2004, Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, p. 52.

⁶⁷ DEMZETS, Rebeca, *Bank Loan Sales: A New Look at the Motivations for Secondary Market Activity*, publicado en la página web de Federal Reserve Bank of New York, 33 Liberty Street, New York, NY 10045.

relevante las relaciones intercomerciales que se desarrollan en el mercado secundario y que dan realce a las instituciones al intervenir con procesos de titularización positivos.

Si bien los créditos poseen un riesgo intrínseco, la banca estadounidense busca mitigar ese riesgo para hacerlos más atractivos al mercado y cubrir a los inversionistas, a través de contratos especiales celebrados con los deudores, en donde se les exige que mantengan ciertos mínimos en cuanto a tasas, capital, cuotas, etc., que eviten la mora.

CAPITULO III

USO DE LA TITULARIZACIÓN POR LA BANCA ECUATORIANA

Rol del sistema financiero en el desarrollo económico nacional.

En el medio capitalista en que nos desenvolvemos, “todo es plata”. Para realizar cualquier actividad académica, profesional, recreativa, familiar, etc., siempre se necesita el recurso económico, que de acuerdo a la clase social y estilo de vida, varía en monto de caso en caso, pero a la final, siempre el dinero es necesario.

Ahora, bien, existen quienes tienen suficiente para vivir día a día, también existen quienes a más de lo básico, pueden ahorrar el excedente y existen a quienes les hace falta poder reunir suficiente dinero para realizar ciertos proyectos. Es aquí, donde entran los intermediarios que financian esos proyectos, recibiendo el ahorro de las personas a quienes les sobra (depósitos) y entregándolo a quienes les hace falta (préstamos) y ese ha sido el papel primordial de las instituciones del sistema financiero, especialmente de la banca comercial.

Históricamente, fue en la costa ecuatoriana donde nacieron los primeros banqueros que tenían libertad de emisión de moneda y adquirieron gran poder tanto económico, político, como cultural después de la Revolución Liberal, pues eran los banqueros quienes ocupaban cargos políticos importantes, o decidían quien los ocuparía, incluyendo la presidencia de la República⁶⁸. Jorge Núñez indica que varios Superintendentes de Bancos fueron inicialmente banqueros, que tenían centralizado el control económico del país, primero por la emisión desmedida sin respaldo alguno ni supervisión y segundo porque a través del crédito para las industrias como agricultura,

⁶⁸ NUÑEZ, Jorge, *Los orígenes de la Bancocracia*, publicado en el libro *Bancos y Banqueros*, Editorial El Conejo, Quito, 1999, p.25. Según Jorge Núñez, tales habrían sido los casos de Alfredo Baquerizo Moreno, José Luis Tamayo y Gonzalo Córdova, quienes habrían sido elegidos por los banqueros o la plutocracia y ganando a través de fraude electoral. Con ello, era el sistema financiero quien decidía las políticas financieras económicas del país y los tipos de supervisión y control interno.

comercio exterior y agroindustria, manejaban los mecanismos económicos fundamentales del Ecuador.

Adquirió tanto poder la banca, y sus precios por los servicios que brindaban llegaron a ser tan abusivos, que enervaron la paciencia de los ciudadanos, produciéndose la Revolución Juliana y haciendo notar la importancia de tener un ente regulador y supervisor, pues en ese momento, la banca operaba libremente. Es entonces que se detectó la necesidad de control, regulación y supervisión del sistema financiero, por lo que se creó el Banco Central del Ecuador⁶⁹ como emisor y la Superintendencia de Bancos como órgano de supervisión y control, además de la creación de la Ley General de Bancos. Pero la bancocracia siempre ha logrado llevar el agua para su lado, y el Banco Central se convirtió en el encubridor de sus desmanes, pues era quien le facilitaba el dinero para cubrir los huecos que deja la mala administración⁷⁰.

Aún en los años noventa se evidenció que entre la política y la banca nunca han dejado de existir los acuerdos,⁷¹ lo que posibilita que la bancocracia no sea únicamente un catalizador de la economía, sino quien influye en las políticas financieras del Estado.

Sin embargo de lo anotado, y pese a la corrupción y mala administración, es innegable decir que el sistema financiero ha logrado el posicionamiento de pilar esencial en el desarrollo económico, y aún no es posible prescindir de él, pues aún somos

⁶⁹ Un eje de cualquier sistema financiero ha sido el Banco Central, institución que tiene el papel de promocionar un sistema financiero eficiente.

⁷⁰ En relación al tema, en la rueda de prensa del actual Presidente de la República, del 11 de agosto de 2007, el presidente Correa acusó al Secretario de la Asamblea Constituyente del año 1998, por haber insertado “con una clarividencia increíble” la disposición transitoria cuadragésima segunda sin debate previo y que dice: *Hasta que el Estado cuente con instrumentos legales adecuados para enfrentar crisis financieras y por el plazo no mayor de dos años contados a partir de la vigencia de esta Constitución, el Banco Central del Ecuador podrá otorgar créditos de estabilidad y de solvencia a las instituciones financieras, así como créditos para atender el derecho de preferencia de las personas naturales depositantes en las instituciones que entren en proceso de liquidación.* Al año siguiente, se produjo la caída en dominó de bancos como Continental, Progreso, La Previsora, entre otros.

⁷¹ Fue de conocimiento público y hasta hoy no es olvidado por la ciudadanía el caso de Roberto Aspiazu, dueño del Banco del Progreso, quien habría financiado la campaña política de Jamil Mahuad, Presidente de la República que decretó el *feriado bancario*, congelando los depósitos, evitando los retiros de fondos y permitiendo que los malos administradores financieros ganen tiempo antes de quebrar por haber otorgado préstamos vinculados a sus empresas fantasmas.

dependientes de la intermediación financiera. Maxwell J. Fry⁷² afirma que la falta de desarrollo de los mercados de valores ha fortalecido la dependencia de los préstamos bancarios para obtener financiamiento, y eso se verifica en nuestro país, donde las bolsas de valores intentan llegar a la población tanto común como sofisticada, para promocionar las inversiones en el mercado de valores, dictando charlas y cursos, inclusive para estudiantes de secundaria.

Coincido con los autores Boneo y Barreira⁷³, quienes escriben que *la actividad financiera constituye uno de los instrumentos fundamentales para el desarrollo económico de un país*, de ahí que, si bien se debe regular y controlar, no es adecuado limitar el campo de acción de esas instituciones; pues *la función creadora, transformadora y distribuidora de poder adquisitivo la realizan los bancos y las demás empresas financieras por medio de las operaciones de crédito que efectúan*.

Una de las conclusiones de la 35ª Reunión Ordinaria De La Asamblea General De Alide, fue que *una de las cuestiones cruciales para la viabilidad del crecimiento de los países de América Latina, es la existencia de un financiamiento compatible con la necesidad de expansión de las inversiones*⁷⁴. Financiamiento que en el Ecuador se obtiene primordialmente a través de la intermediación, es decir, a través de la banca.

A causa del desarrollo tecnológico, de la globalización y de las nuevas necesidades económicas de empresarios e inversionistas, la banca ha debido dejar de ser el intermediario minorista, dejar de lado la banca comercial y la especializada, incursionando en nuevos productos y servicios para sus clientes (especialmente corporativos). Entonces surge la banca múltiple o integrada, la cual, gracias a la

⁷² FRY, Maxwell, *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, FELABAN, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, 1990, p. 272

⁷³ Boneo Villegas, Eduardo y Barreira, Eduardo, *Contratos Bancarios Modernos*, Delfino, Abeledo Perrot, Buenos aires, 1994, p. 205

⁷⁴ ANALES de la 35ª Asamblea General de la Alide, *Políticas públicas y banca de desarrollo en América Latina: la agenda pendiente*.

desregulación financiera, tiene mayor campo de acción, implementando nuevos contratos, como el leasing, el factoring, el fideicomiso, y la titularización, entre otras.

Además, el desarrollo tecnológico, las comunicaciones y la aceleración en las transacciones actuales, hacen muy incierto al mundo financiero, lo cual genera muchos riesgos, que son cubiertos con la innovación financiera, pues los nuevos instrumentos derivados como futuros, swaps, opciones, y técnicas como la emisión de títulos valores le permiten tener una gestión más eficiente y con mejores rendimientos, mitigando el riesgo, por ello la banca ya no puede quedarse con el papel simple y tradicional de captador de fondos.

Norton⁷⁵ afirma que la empresa de prestar dinero a cambio de un interés ya no es rentable, por lo que la banca recurre a la securitización para obtener fondos. Según este autor, la banca ahora se dedica a *captar fondos, desafectar los activos del balance y generar ingresos por comisiones al continuar con el servicio de los activos por cuenta de los inversores.*

Por esta misma innovación, el mercado nacional queda corto para el sistema financiero, debiendo proyectarse hacia el exterior. Montalvo⁷⁶ cree que la banca al sentirse amenazada en su campo de acción recurre a la factorización y a la titularización de flujos futuros bajo la concepción de multibanca.

Es necesario que el sistema financiero se provea de otras fuentes de fondeo, y es en el mercado de capitales donde puede obtener recursos que le permitan continuar con su giro. Su participación contribuye al desarrollo y fortalecimiento de ese mercado, que tan minimizado se encuentra aún en nuestro país, pero que poco a poco está consiguiendo nuevos actores.

⁷⁵ NORTON, Joseph, *Securitización de activos: la experiencia estadounidense*, en *Derecho Bancario y Financiero Moderno*, Gustavo Gerscovich, Director, Ad-hoc, Villela Editor, primera edición, Buenos Aires, 1999, p. 508

⁷⁶ MONTALVO, Mariana, *Introducción al mundo de capitales, Lea antes de jugar en la bolsa*, tomo 1, Editorial Imprima, primera edición, Ecuador, p. 269

En conclusión, la banca no puede sobrevivir en estos momentos, únicamente captando el ahorro privado y otorgando préstamos, especialmente después de la crisis financiera vivida en el Ecuador y de la inestabilidad política y económica, que ha provocado la caída en mora de los prestatarios y la desconfianza en el posible cuenta ahorrista.

1.2. Colocación de títulos en la Bolsa de Valores (Activos más frecuentemente titularizados por la banca)

La securitización de cartera es considerada por la ALIDE como, un instrumento financiero que puede utilizar la banca especialmente de desarrollo y destinar al fomento (vivienda, pequeñas empresas, infraestructura, etc), y es uno de los elementos básicos para la eficiente operatividad, a más de poseer personal capacitado y políticas de trabajo definidas que le den autonomía en la acción⁷⁷.

Los títulos valores con los que las instituciones del sistema financiero privado participan en el mercado de valores son: 1. acciones, 2. aceptaciones bancarias y pagarés, 3. obligaciones, 4. bonos de prenda, 5. bonos de garantía, 6. cédulas hipotecarias, 7. certificados financieros, 8. certificados de inversión, 9. certificados de arrendamiento mercantil, 10. pólizas de acumulación, 11. unidades de fondos de inversión, 12. contratos a futuros.

En el Ecuador, los activos más titularizados por el sistema financiero son: créditos hipotecarios, créditos de consumo y crédito automotriz.

El siguiente cuadro⁷⁸ detalla las titularizaciones realizadas en la Bolsa de Valores de Quito, entre los años 2003 y 2006, en donde encontramos junto a otras, las realizadas por instituciones del sistema financiero. Como se aprecia, Unibanco participó

⁷⁷ ANALES de la 35° Asamblea General de la Alide, *Políticas públicas y banca de desarrollo en América Latina: la agenda pendiente*

⁷⁸ Fuente: www.ccbvq.com, página de la Bolsa de Valores de Quito.

en el año 2003 titularizando su cartera de consumo en diez millones de dólares y en el año 2006 con cinco millones más. Banco Amazonas ha titularizado por tramos su cartera automotriz, realizando emisiones por tramos, que en el año 2004 sumó diez millones de dólares y en el año 2005 ascendió a veintidós millones quinientos un mil dólares también. Mutualista Pichincha titularizó su cartera hipotecaria, con treinta y un millones cincuenta mil Dólares de los Estados Unidos de América, en el 2005.

PROCESOS DE TITULARIZACION NEGOCIADOS EN LA BOLSA DE VALORES DE QUITO. 2003 - 2006

EMPRESA	FECHA DE LA PRIMERA COLOCACIÓN	MONTO DE LA EMISION (En miles)	PLAZO	RENDIMIENTO DE LA PRIMERA COLOCACIÓN	CALIFICACION	CALIFICADOR
2003						
UNIBANCO *	06-oct-03	10.000	2 AÑOS	9,00%	AAA	Pacific Credit Rating
CTH* (Clase A1)	21-nov-03	12.795	4.5 AÑOS	8,10%	AAA	BankWatchRating s S.A.
CTH* (Clase A2)	21-nov-03	2.742	6.42 AÑOS	10,31%	AA-	BankWatchRating s S.A.
CTH* (Clase B)	21-nov-03	2.742	12.5 AÑOS	14,92%	B	BankWatchRating s S.A.
2004						
BCO AMAZONAS VTC-1 SERIE A1	10-feb-04	788	2.3 AÑOS	10,26%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS VTC-1 SERIE A2	10-feb-04	781	2.4 AÑOS	10,26%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS VTC-1 SERIE A3	10-feb-04	706	2.2 AÑOS	10,25%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS VTC-1 SERIE B1	10-feb-04	549	1.8 AÑOS	10,00%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS VTC-1 SERIE B2	10-feb-04	545	1.9 AÑOS	10,00%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS VTC-1 SERIE B3	10-feb-04	541	2 AÑOS	10,00%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS VTC-1 SERIE C1	10-feb-04	362	1.5 AÑOS	9,75%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS VTC-1 SERIE C2	10-feb-04	365	1.4 AÑOS	9,75%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS VTC-1 SERIE C3	10-feb-04	362	1.5 AÑOS	9,75%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS VTC-2 SERIE A1	06-sep-04	747	2.3 AÑOS	8,75%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS VTC-2 SERIE A2	06-sep-04	742	2.4 AÑOS	8,75%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS VTC-2 SERIE A3	06-sep-04	736	2.5 AÑOS	8,75%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS VTC-2 SERIE B1	06-sep-04	613	1.8 AÑOS	8,50%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS VTC-2 SERIE B2	06-sep-04	608	1.9 AÑOS	8,50%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS VTC-2 SERIE B3	06-sep-04	604	2 AÑOS	8,50%	AAA	Ecuability S.A.
BCO AMAZONAS	06-sep-04		0.8	8,25%	AAA	Ecuability S.A.

VTC-2 SERIE C1		319	AÑOS				
BCO AMAZONAS VTC-2 SERIE C2	06-sep-04	317	0.9 AÑOS	8,25%	AAA	Ecuability S.A.	
BCO AMAZONAS VTC-2 SERIE C3	06-sep-04	315	1 AÑO	8,25%	AAA	Ecuability S.A.	
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH2 A1	10-dic-04	10.890	5,5 AÑOS	7,47%	AAA	BankWatchRating s S.A.	
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH2 A2	10-dic-04	1.130	6,5 AÑOS	8,76%	AA-	BankWatchRating s S.A.	
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH2 B	10-dic-04	2.120	8,6 AÑOS	13,90%	B	BankWatchRating s S.A.	
2005							
VTC-SEGUNDA-1 AMAZONAS SERIE A1	24-ene-05	1.343	2.83 AÑOS	8,50%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-1 AMAZONAS SERIE A2	02-feb-05	1.333	2.91 AÑOS	8,50%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-1 AMAZONAS SERIE A3	25-ene-05	1.324	3 AÑOS	8,50%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-1 AMAZONAS SERIE B1	26-ene-05	1.190	2.58 AÑOS	8,25%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-1 AMAZONAS SERIE B2	04-feb-05	1.182	2.66 AÑOS	8,25%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-1 AMAZONAS SERIE B3	04-feb-05	1.078	2.5 AÑOS	8,25%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-1 AMAZONAS SERIE C1	24-ene-05	625	2.33 AÑOS	8,00%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-1 AMAZONAS SERIE C2	24-ene-05	564	2.16 AÑOS	8,00%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-1 AMAZONAS SERIE C3	24-ene-05	561	2.25 AÑOS	8,00%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-1 AMAZONAS SERIE D	24-ene-05	800	3.5 AÑOS	9,50%	AAA	Ecuability S.A.	
BCO AMAZONAS VTC-3 SERIE A1		783	3.08 AÑOS	8,50%	AAA	Ecuability S.A.	
BCO AMAZONAS VTC-3 SERIE A2		777	3.16 AÑOS	8,50%	AAA	Ecuability S.A.	
BCO AMAZONAS VTC-3 SERIE A3	11-abr-05	720	3 AÑOS	8,50%	AAA	Ecuability S.A.	
BCO AMAZONAS VTC-3 SERIE B1	11-abr-05	328	2.08 AÑOS	8,25%	AAA	Ecuability S.A.	
BCO AMAZONAS VTC-3 SERIE B2	11-abr-05	326	2.16 AÑOS	8,25%	AAA	Ecuability S.A.	
BCO AMAZONAS VTC-3 SERIE B3	14-abr-05	291	2 AÑOS	8,25%	AAA	Ecuability S.A.	
BCO AMAZONAS VTC-3 SERIE C1	11-abr-05	446	1.33 AÑOS	7,75%	AAA	Ecuability S.A.	
BCO AMAZONAS VTC-3 SERIE C2	14-abr-05	373	1.16 AÑOS	7,75%	AAA	Ecuability S.A.	
BCO AMAZONAS VTC-3 SERIE C3	11-abr-05	371	1.25 AÑOS	7,75%	AAA	Ecuability S.A.	
BCO AMAZONAS VTC-3 SERIE D	02-may-05	585	4 AÑOS	9,50%	AAA	Ecuability S.A.	
ZOFRAGUA 1 – A	06-may-05	8.000	7 AÑOS	9,00%	AA	HUMPHREYS S.A.	
ZOFRAGUA 1 – B	06-may-05	6.000	6 AÑOS	9,00%	A	HUMPHREYS S.A.	
MUTUALISTA PICHINCHA CLASE	30-jun-05	24.840	10 AÑOS	7,16%	AAA	BankWatchRating s S.A.	

A1							
MUTUALISTA PICHINCHA CLASE A2	30-jun-05	1.630	10.8 AÑOS	8,36%	AA	BankWatchRating s S.A.	
MUTUALISTA PICHINCHA CLASE B VTC-SEGUNDA-2	30-jun-05	4.580	12 AÑOS	12,55%	A	BankWatchRating s S.A.	
AMAZONAS SERIE A1	26-ago-05	346	0.54 AÑOS	8,01%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-2 AMAZONAS SERIE A2		278	0.45 AÑOS	8,00%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-2 AMAZONAS SERIE A3		276	0.5 AÑOS	8,00%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-2 AMAZONAS SERIE B1	01-sep-05	863	0.91 AÑOS	8,75%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-2 AMAZONAS SERIE B2	01-sep-05	857	0.95 AÑOS	8,75%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-2 AMAZONAS SERIE B3	02-sep-05	851	1 AÑO	8,75%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-2 AMAZONAS SERIE C	26-ago-05	830	1 AÑO	9,00%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-2 AMAZONAS SERIE D	26-ago-05	1.565	1.5 AÑOS	9,50%	AAA	Ecuability S.A.	
VTC-SEGUNDA-2 AMAZONAS SERIE E	29-ago-05	1.635	1.83 AÑOS	10,00%	AAA	Ecuability S.A.	
FIDEICOMISO MERCANTIL OMNI HOSPITAL		16.800	180 DIAS ¹		AAA	Ecuability S.A.	
FIDEICOMISO MERCANTIL SEGUNDA TITULARIZACION UNIBANCO TRAMO I		15.000	2 AÑOS		AAA	Pacific Credit Rating	
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH 3 CLASE A1		19.960	139 MESE		AAA	Pacific Credit Rating	
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH 3 CLASE A2		1.110	148 MESE		AA	Pacific Credit Rating	
FIDEICOMISO MERCANTIL CTH 3 CLASE B		1.107	169 MESE		A	Pacific Credit Rating	
2006							
UNIBANCO SEGUNDO TRAMO		5.000	36 MESES		AAA	Pacific Credit Ratings	

1.3. La Titularización como factor de calificación de gestión.

Al titularizar cartera, y transferirla a un fideicomiso mercantil, y recibir por ella el dinero de los inversionistas, se está ‘vendiendo’ la cartera. Esta venta implica que la cartera, sus garantías y su riesgo salgan del balance de la institución financiera como

activo, e ingrese dinero sin crear pasivos, pues como hemos visto es el financiamiento el objetivo de los procesos de titularización. Pero debemos aclarar que no siempre esta 'venta' es definitiva, pues existen casos, como en la sustitución de activos, en que la cartera que se ha deteriorado debe restituirse, es decir, volver al banco originador, para que éste reemplace esos activos con otros del mismo tipo pero de mejor calidad, a fin de cumplir con lo ofrecido a los inversionistas.

Ahora bien, revisando los parámetros internacionales, debemos recordar que el Comité de Basilea desarrolló el Marco Común, fundamentándolo en tres pilares:

1) Requerimientos mínimos de capital, donde se analiza todo sobre los riesgos en las operaciones bancarias (el riesgo de tasa de interés en inversiones, el riesgo de crédito, riesgos operacionales, el riesgo de comunicación y cooperación entre países y titulización);

2) Examen del supervisor, autoridad que vigile la existencia de ese capital y de técnicas para enfrentar los riesgos (gestión de riesgo) a los que la banca se expone diariamente); y

3) Disciplina de mercado, que exige a los bancos divulgar o poner a disposición del público en general, toda la información sobre su gestión, el capital mínimo con el que cuenta para cubrir los riesgos, la determinación de los riesgos a los que se enfrenta, sus técnicas para disminuir su impacto, y su calificación.

Cumpliendo con este marco común, la legislación ecuatoriana ha dispuesto que las instituciones financieras deben presentar mensualmente sus balances y situación financiera ante la Superintendencia de Bancos (supervisor), y ponerla en conocimiento del público a través de boletines y sistemas electrónicos. Además, todas las instituciones financieras son calificadas cada trimestre por calificadoras de riesgo con alto nivel técnico reconocido a nivel internacional, a fin de determinar la solvencia,

eficiencia y manejo de factores que puedan afectar su operatividad, como los riesgos de mercado. Estas calificaciones también son de dominio público y proporcionan confianza en los clientes, pues se conoce cual es la institución más conveniente para las inversiones deseadas, además de que motivan a los bancos por mejorar en la competencia y publicarse como el ‘banco número uno’.

Basilea establece que en los balances debe constar el capital mínimo requerido que mantiene el banco para cubrir los efectos de los riesgos. Este capital se calcula muy técnicamente y se compone de: requerimientos por riesgo de crédito, más requerimientos por riesgo operacional, más requerimientos de capital por riesgos de mercado.

Según el párrafo 701 (vi) de Basilea II, *todas las transacciones incluidas las compras y ventas a plazo, deberán incluirse en el cálculo de exigencias de capital a partir de la fecha en que se registraron*. Y entre las transacciones están las posiciones de titularización. Se espera que los supervisores apliquen los distintos mecanismos a su alcance para evitar que los balances sean maquillados y no reflejen el verdadero riesgo de mercado al que están expuestos los bancos⁷⁹.

En Ecuador, siguiendo los lineamientos del Marco Común, el artículo 77 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero manifiesta:

ARTICULO 77.- Las instituciones del sistema financiero estarán obligadas a dar todas las facilidades para que la Superintendencia cumpla sus funciones y deberán dar acceso a su contabilidad, libros, correspondencia, archivos o documentos justificativos de sus operaciones al Superintendente o a sus delegados.

⁷⁹ Gillian Tett, en su artículo *Fears of crash unfounded for now*, publicado el 17 de agosto de 2007, en el diario electrónico FT.com (Financial Times), comenta cómo se estaría titularizando cartera altamente riesgosa (subprime), sacándola de la contabilidad del banco, y sustituyéndola por dinero en efectivo obtenido de las transacciones en la bolsa. Esto es peligroso pues puede producir una medición del riesgo alterada.

De la misma manera, el artículo 78 de la misma ley dispone que los bancos deben rendir informe mensual ante la Superintendencia de Bancos y Seguros sobre su situación, pérdidas y ganancias, cambios de posición financiera y de posición de patrimonio técnico. En estos informes mensuales o balances, deben constar contabilizados los derechos fiduciarios existentes en los procesos de titularización, que son instrumentados a través de fideicomiso mercantil, tal como lo manda el artículo 136 de la Ley de Mercado de Valores:

Quien tenga derechos contractuales derivados de un contrato de fideicomiso, como constituyente, constituyente adherente o beneficiario los deberán contabilizar en sus libros en atención a que las transferencias de bienes efectuadas en fideicomiso mercantil se hacen en beneficio del propio constituyente o del beneficiario, según el caso. Tal registro contable es de responsabilidad exclusiva de los titulares de los derechos fiduciarios, los cuales tienen carácter esencialmente personal; no siendo el fiduciario responsable por la omisión o incumplimiento de esta norma. De acuerdo a las normas contables que expida la Superintendencia de Compañías

Con relación al capital mínimo requerido, Primer Pilar del Marco Común, la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, artículo 47 dispone, que las instituciones del sistema financiero deben mantener un patrimonio técnico que respalde su solvencia y ayude a cubrir los posibles riesgos financieros.

Este patrimonio técnico se compone del capital pagado; reservas; el total de las utilidades del ejercicio corriente una vez que se hayan constituido las provisiones, ajustes y reservas exigidas y que no se hayan concedido créditos superiores al 10% de ese patrimonio técnico; las utilidades acumuladas de ejercicios anteriores; aportes a futuras capitalizaciones; obligaciones convertibles menos la deficiencia de provisiones, amortizaciones y depreciaciones requeridas; desmedros y otras partidas que la

institución financiera no haya reconocido como pérdidas. Es decir, existe relación directa entre el activo y el patrimonio.

Entonces, la alteración en los balances del riesgo existente en la cartera que mantiene un banco, a través de la titularización, conlleva un cambio en el patrimonio técnico, provisiones y reservas que está obligada la institución financiera a constituir, pues sale de su contabilidad el riesgo. Tal como afirma Norton⁸⁰, la titularización en Estados Unidos es una popular estrategia de balance contable para entidades bancarias

Recordemos que entre las ventajas para el emisor, se encuentra que la titularización puede ser una herramienta para mejorar los balances de las instituciones financieras, por lo que es de vital importancia la transparencia en la información que se presenta a las autoridades de control, pues no podría darse una falsa impresión de eficiencia al tener alta liquidez, pero que no proviene de una adecuada gestión como intermediaria financiera, sino que proviene de varios procesos de titularización.

Para mitigar los riesgos, la innovación financiera ha permitido crear instrumentos denominados derivados financieros, que protegen de alguna manera las inversiones, como son los futuros, swaps, opciones.

⁸⁰ Norton, op. cit. p. 505

4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.

Conclusiones:

- Al requerirse de la intervención de varios sujetos como los calificadores de riesgo, el registro del mercado de valores y las autoridades de control, la titularización constituye una práctica sana para la inversión pues existen reglas claras y transparencia para los inversionistas además de garantías solventes.
- La calificación de riesgos permite optimizar la gestión y hacer un negocio seguro y rentable, evitando el desperdicio de recursos y tiempo.
- El Ecuador posee una legislación que viabiliza los procesos de titularización, pero un mercado poco desarrollado, al punto que se pueden contar con los dedos de la mano el número de originadores calificados en las Bolsas de Valores.
- En una región tan necesitada de financiamiento para proyectos de desarrollo y con tanta desigualdad en la distribución de la riqueza, la titularización puede ser aprovechada como un puente entre estos extremos que facilite la realización de esos proyectos con alta rentabilidad para sus inversionistas.
- Las titularizaciones son procesos donde generalmente intervienen e invierten sujetos de posición económica alta, pues se manejan cifras en miles y millones.
- El sistema financiero es una base para el desarrollo económico y el crecimiento del Ecuador, por lo que es necesario incentivar para que se obtengan nuevas fuentes de financiamiento como la titularización, que les de liquidez a bajo costo y no les signifique un pasivo en su balance, pues esto también ayuda a la reducción de las tasas de interés para el usuario común.

- Es necesario contar con una supervisión y control entera y neutral que en realidad brinde seguridad al país de que la gestión de riesgos del sistema financiero está bien administrada.

Recomendaciones:

- Incentivar el desarrollo de los mercados de capitales es una política que debería ser adoptada por los gobiernos nacionales a fin de mejorar la oferta y demanda de dinero y por ende reducir los costos y tasas, con lo que no se requeriría tomar medidas tan drásticas como reformas legales que regulen pisos y techos, pues influye negativamente en el mercado.
- Es necesario evitar que los organismos de control estén dirigidos por quienes tienen claros intereses en que sea un sector al que ellos pertenecen el favorecido. Si bien los banqueros pueden tener amplia experiencia y conocimiento en cuanto a banca y finanzas se refiere, no es aceptable que sean ellos sus propios supervisores y controladores, asumiendo uno de ellos la Superintendencia.
- Adaptar de mejor manera los principios de Basilea II a la legislación ecuatoriana a fin de evitar los maquillajes de balances y proporcionar al público información verdadera sobre las instituciones donde invierten las economías medias y bajas.

BIBLIOGRAFIA

- Almoguera Gómez, Angel, *El marco normativo de la titulización en España*, en Estudios Jurídicos en Homenaje al profesor Aurelio Menéndez, Juan Luis Iglesias, Coor., Editorial Civitas, primera edición, Madrid, 1996.
- Alsina, Oriol, comp., *La banca ética : mucho más que dinero*, Barcelona, España, Icaria Milenrama.
- Andino Farto, José Luis, *Estructura de mercado, desempeño y solvencia en la banca: un estudio comparativo entre Colombia, Ecuador, Perú, Quito, Ecuador*, Ediciones Abya-Yala
- Andrade Ubidia, Santiago, *Los títulos valor en el derecho ecuatoriano*, Ediciones legales, Quito, 2002
- Argandoña, Antonio *La banca moderna y el sistema financiero*, A. Argandoña ; J. Canals ; J. Soley, Barcelona, España.
- Baquero Latorre, Marco A, *Disciplina de mercado en la banca ecuatoriana: evidencia con datos de panel*, Quito, Ecuador, Banco Central
- Bescós, Modesto, *Factoring y Franchising, nuevas técnicas de dominio de los mercados exteriores*, Ediciones Pirámide, Madrid, 1990
- Boneo Villegas, Eduardo y Barreira, Eduardo, *Contratos Bancarios Modernos*, Delfino, Abeledo Perrot, Buenos aires, 1994
- Borja Gallegos, Ramiro, *La fiducia o fideicomiso mercantil y la titularización*, editorial jurídica del Ecuador, Quito, 1995
- Carmichael, Jeffrey y Pomerleano, Michael, *The development and regulation of non-bank financial institutions*, The World Bank, Washington, 2002.
- Compagnucci de Caso, Rubén, *Cesión de Créditos*, La Ley S.A, Buenos Aires, 2002.

- Correa, Eugenia, *Crisis y desregulación financiera*”, siglo XXI editores, primera edición, México,1998
- Cranston, Ross, *Principles of banking law*; Clarendon Press, Oxford, 1997.
- Drucker, Steven and PURI, Manju, *On Loan Sales, Loan Contracting, and Lending Relationships*, artículo publicado en internet, en la página web de Federal Reserve Bank of Chicago.
- Franco, Horacio y Vitale, Jorge, *Mercados, títulos valores, calificación*, Abeledo – Perrot, Buenos Aires.
- Fry, Maxwell, *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, FELABAN, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, 1990
- Gutiérrez, Pedro, *Los Fideicomisos y las obligaciones negociables*, ediciones jurídicas Cuyo, Mendoza.
- Jácome H., Luis, *El rol de la banca privada y las financieras en el desarrollo económico ecuatoriano*, Corporación Editora Nacional; Quito; EC; 1983; Ed. Ecuador.
- Larrea Andrade, Mario, *Régimen Jurídico de la Titularización de Activos*, primera edición, ediciones legales, Quito, 2004
- Marré Veslasco, Agustín; *El contrato de factoring*, Editorial Jurídica de Chile, 1995
- Montalvo, Mariana, *Introducción al mundo del mercado de capitales: lea antes de jugar en la bolsa*, tomo I, editorial imprima, Ecuador
- Morán García, Manuel Eduardo, *Derecho de los mercados financieros internacionales*, Tirant lo Blanch; Valencia; ES; 2002; Ed.
- Novoa Galán, Raúl y Novoa Muñoz, Gabriela, *Derecho del Mercado de Capitales*, Editorial Jurídica de Chile, Chile, 1995

- Paolantonio, Martín, *Fondos comunes de inversión*, ediciones Depalma, Buenos Aires, 1994
- Rodríguez Azuero, Sergio, *Contratos Bancarios. Su significación en América Latina*, 5ta edición, Legis, Bogotá, 2002.
- Silva-Herzog Jesús y Lecuona Ramón, *Banca Central en América Latina, El financiamiento interno del desarrollo*, Centro de Estudios Monetarios, México, 1994
- Superintendencia de Bancos. *Mercado del dinero y capitales en la banca privada*. Quito, Ecuador
- Valenzuela Garach, Fernando, *Valores Negociables, títulos-valores y atipicidad*, en Estudios Jurídicos en Homenaje al profesor Aurelio Menéndez, Juan Luis Iglesias, Coor., Editorial Civitas, primera edición, Madrid, 1996.
- Wood, Philip, *Introducción al Derecho Financiero Internacional*, en Derecho Bancario y Financiero Moderno, Carlos Gustavo Gerscovich, Director, Ad-Hoc, Villela Editor, primera edición, Buenos Aires, 1999.