



FACULTAD DE DERECHO Y CIENCIAS SOCIALES

EL EXCESO DE GARANTÍAS EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS
Y LA AFECTACIÓN A LOS FIDEICOMISOS MERCANTILES QUE PRETENDEN
SER COLOCADOS Y NEGOCIADOS EN EL MERCADO BURSÁTIL.

Trabajo de Titulación presentado en conformidad con los requisitos establecidos
para optar por el título de Abogado de los Tribunales y Juzgados de la República

Profesor Guía

Mg. Diego Alejandro Peña García

Autor

Bernardo Felipe Jijón Nankervis

Año

2017

DECLARACIÓN DEL PROFESOR GUÍA

“Declaro haber dirigido este trabajo a través de reuniones periódicas con el estudiante, orientando sus conocimientos y competencias para un eficiente desarrollo del tema escogido y dando cumplimiento a todas las disposiciones vigente que regulan los Trabajados de Titulación”

Diego Alejandro Peña García

Magister en derecho empresarial

CI: 1717993909

DECLARACIÓN DEL PROFESOR CORRECTOR

“Declaro haber revisado este trabajo, dando cumplimiento a todas las disposiciones vigentes que regulan los Trabajos de Titulación”.

José Gabriel Terán Naranjo

Magister en derecho

CI: 0502272792

DECLARACIÓN DE AUTORÍA DEL ESTUDIANTE

“Declaro que este trabajo es original, de mi autoría, que se han citado las fuentes correspondientes y que en su ejecución se respetaron las disposiciones legales que protegen los derechos de autor vigentes.”

Bernardo Felipe Jijón Nankervis

CI: 1716822430

Resumen

El fideicomiso mercantil es y ha sido una herramienta muy utilizada para realizar diversos tipos de negocios, incluido el de obtener financiamiento y recursos en el mercado bursátil a través de procesos de titularización de activos, mas, en los últimos años, esta herramienta mercantil ha dejado de ser atractiva en el mercado de valores ecuatoriano debido a múltiples factores que limitan el uso esta figura como un mecanismo alternativo de financiamiento.

Las estadísticas dadas por la Bolsa de Valores de Quito (mismas que se encuentran en el Capítulo 2 del presente ensayo) demuestran que desde el año 2008 este mecanismo estuvo en auge y tuvo una gran aceptación por parte de la empresa ecuatoriana, ya que llegaron a emitirse títulos de 24 procesos de titularizaciones en aquel año, y siendo esta cifra superior en los años siguientes, mas, desde el año 2014 se evidencia claramente que conseguir recursos a través de procesos de titularización dejo de ser una alternativa viable dentro del mercado de valores ecuatoriano, reflejándose en el ínfimo número de emisiones de procesos de titularización de aquel año y en los años posteriores, datos que serán expuestos a lo largo del presente ensayo.

En relación con lo expuesto, el presente trabajo tiene como primer objetivo analizar las características de un fideicomiso, enfocado principalmente en aquellos que se utilizan para la emisión de valores y su posterior negociación en las diferentes bolsas de valores, para lo cual se presenta una introducción al mercado de valores para poder analizar cómo es su funcionamiento y el motivo de por qué la titularización de activos es una herramienta viable para obtener financiamiento.

Como segundo objetivo, este trabajo presentará un análisis del mercado de valores ecuatoriano, mismo que se encuentra respaldado en cifras y en opiniones de expertos de la materia, para poder establecer los beneficios que se puede obtener a través de una titularización de activos.

Finalmente, el presente trabajo busca determinar las causas y consecuencias de las políticas económicas implementadas en el país, con su posterior análisis de la afectación a la figura de titularización como método de financiamiento alternativo para la empresa ecuatoriana.

Abstract

The commercial trust is and has been a widely used tool to carry out various types of business, including obtaining financing and resources in the stock market through asset securitization processes, but, in recent years, this mercantile tool has left of being attractive in the Ecuadorian stock market due to multiple factors that limit the use of this figure as an alternative financing mechanism.

The statistics provided by the Quito Stock Market (which is found in Chapter 2 of this essay) show that since 2008 this process was booming and was widely accepted by the Ecuadorian company, as they reached titles of 24 securitization processes in that year, and as this higher figure in the following years, but, since the year 2014 clearly shows that the resources of the securitization processes ceased to be a viable alternative within the market of Ecuadorian securities, reflected in the full number of issues of securitization processes of that year and in subsequent years, data that will be shown in this essay.

In relation to the above, the present essay has the first objective to analyze the characteristics of a trust, focused mainly on those that are used for the issuance of securities and their subsequent negotiation in the different stock markets, for which an introduction is presented to the stock market in order to analyze how it works and why asset securitization is a viable tool for obtaining financing.

As a second objective, this essay will present an analysis of the Ecuadorian stock market, which is supported by figures and expert opinions of the subject, in order to establish the benefits that can be obtained through a securitization of assets.

Finally, the present work seeks to determine the causes and consequences of the economic policies implemented in the country, with its subsequent analysis of the

affectation to the figure of securitization as an alternative financing method for the Ecuadorian company.

ÍNDICE

Introducción.....	1
1. Capítulo I: Mercado de valores ecuatoriano.	3
1.1.Historia del mercado de valores.	3
1.1.1. Nacimiento y uso de los títulos valores.....	3
1.1.2. Ferias Medievales de comerciantes.....	5
1.1.3. Mercado de tulipanes en Ámsterdam	6
1.2. Evolución del Mercado de Valores.....	8
1.2.1. Inicio del Mercado de Valores.....	8
1.2.2. Consolidación.	9
1.2.3. Mercado de valores ecuatoriano.....	10
2. Capítulo II: Fideicomisos mercantiles y su uso en el sector bursátil.	11
2.1. Definición de un fideicomiso mercantil.	11
2.2. Clases de fideicomisos.....	14
2.2.1 Fideicomisos dentro del sector bursátil.....	17
2.3. Titularización de activos y garantías establecidas por la ley	18
2.3.1. Bienes susceptibles de ser titularizados:	20
2.3.2. Derechos susceptibles de ser titularizados.....	21
2.4. Garantías del fideicomiso mercantil en el mercado bursátil ecuatoriano	22
2.4.1. Garantías establecidas para el proceso de titularización de activos.....	22
2.5. Impacto en el mercado de valores ecuatoriano.....	29
2.5.1. Carga económica para el originador.....	31
2.5.2. Facilidad de realizar diferentes emisiones de títulos.....	31
2.5.3. Limitación a la titularización de flujos futuros.....	32

3. Capítulo III: Propuesta de un nivel adecuado de garantías en los fideicomisos mercantiles.....	33
3.1. Características de la inversión en un fideicomiso mercantil negociado en el sector bursátil.	33
3.2. Nivel adecuado de garantías para el inversionista.....	34
4. Conclusiones y Recomendaciones.....	37
4.1 Conclusiones.....	37
4.2 Recomendaciones.....	38
5. Referencias.....	40

Introducción

El mercado de valores es una herramienta utilizada para comercializar instrumentos llamados valores de un mercado determinado; su principal función es enunciada por la Bolsa de Valores de Quito, en su página web, la cual señala “El mercado de valores canaliza los recursos financieros hacia las actividades productivas a través de la negociación de valores. Constituye una fuente directa de financiamiento y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas” (Párr. 1-2, 2016). En concordancia de la definición dada por la Bolsa de Valores de Quito, podemos adecuarla a la definición precisada por la Superintendencia Financiera de Colombia, la cual señala:

“Es el conjunto de agentes, instituciones, instrumentos y formas de negociación que interactúan facilitando la transferencia de capitales para la inversión a través de la negociación de valores. El mercado de capitales permite que los recursos se destinen en el mediano y largo plazo para financiar la inversión, por oposición a los recursos de corto plazo que constituyen el objeto del mercado monetario” (Pág. 2, 2008).

Con este antecedente, debemos precisar que el mercado de valores es un mercado relativamente nuevo en comparación al mercado financiero, sin embargo, en las últimas décadas, éste se ha convertido en una pieza fundamental para las economías a gran escala, fomentando e impulsando el sector privado; así también, ha logrado consolidarse como una alternativa viable para que los Estados puedan obtener financiamiento, lo que deja muy en claro la importancia que tiene este tipo de prácticas a nivel mundial.

Si bien podemos observar que el mercado de valores es una herramienta indispensable para una economía medianamente capitalista, también debemos precisar que debido a prácticas irresponsables y falta de orden y control, este mercado ha ocasionado graves declives económicas a nivel mundial, inclusive es

por ello que con el paso del tiempo, los Estados se han visto en la necesidad de tomar una participación activa dentro de las bolsas de valores, normando y regulando este tipo de operaciones con la finalidad de restringir prácticas perjudiciales para la economía y ayudar el desarrollo del mercado en condiciones saludables, pero, cabe la interrogante ¿Qué pasa cuando existe un exceso de control y normativa por parte del Estado? La respuesta a esa pregunta se abordará a lo largo del presente ensayo.

1. Capítulo I: Mercado de valores ecuatoriano.

1.1. Historia del mercado de valores.

1.1.1. Nacimiento y uso de los títulos valores.

Su nacimiento data de la Edad Media, tal como lo explica el profesor Henry Rodríguez Moreno que señala:

“A pesar de que pueblos antiguos como Babilonia, Egipto, Grecia, Fenicia y Rodas practicaron de manera eficiente el comercio, no se tiene noticia alguna de la utilización de los papeles de comercio, que sí, de acuerdo con los datos históricos, aparecen en la Edad Media, en la que mediante el surgimiento del comercio se hacía necesario cambiar las formas tradicionales de circulación física de los bienes (y el mecanismo impuesto por la compraventa), por unas más ágiles: amparadas a la utilización de ciertos documentos que hoy en día se denominan “títulos valores” (2006. Pág. 69)”.

Mediante lo expuesto por el autor, podemos identificar que el periodo histórico que comprende el nacimiento de papeles comerciales denominados títulos valores se centra precisamente en uno de los primeros momentos de la historia europea que no existía una potencia central, y esto no es una coincidencia, ya que dentro del imperio romano, el comercio estaba bien regulado y era limitado, dado que el imperio producía para sí mismo y se limitaba al comercio de limitados bienes, tal como señala el autor Juan José Ferrer “El comercio exterior se caracterizaba por el elevado coste de adquisición que sus importaciones, pagadas en oro, representaban para Roma; se trataba de productos suntuarios o de imposible aprovisionamiento en el interior de las fronteras imperiales” (S/A. Pág. 69).

Es en base a lo expuesto por el autor que identificamos que durante la presencia de un Estado Central, como lo fue la República y el Imperio romano, el estado era quien adoptaba mayoritariamente las políticas de comercio exterior, y dentro del

comercio interno se establecían normas para el comercio, así como métodos de pago, solución de conflictos, etc.

En el periodo histórico de la edad media, en Europa no existía una potencia central, ya que el vasto territorio europeo estaba dividido en feudos que carecían de gran extensión y sobre todo de una regulación común, motivo por el cual los comerciantes recorrían constantemente los feudos en busca de comprar y vender sus mercancías, siendo este un factor determinante para la apertura de mercados y posterior fin de la edad medio, o comúnmente denominada edad oscura, tal como lo afirma el autor Mirko Meyer que señala:

“Por el contrario, nosotros creemos que el mercader medieval jugó un papel principal dentro de este proceso, al punto que podríamos considerarlo como un factor del cambio histórico en primer grado. En efecto, su acción e influencia se dejaron sentir especialmente durante la Baja Edad Media (siglos XIV y XV), preparando así el advenimiento de la modernidad que alcanzará su cenit con el Renacimiento inmediatamente posterior.” (Párr. 2. 2008)

Dada la complejidad y los peligros que existían al trasladar grandes sumas de dinero, los comerciantes medievales se vieron en la necesidad de crear documentos portables que contengan derechos de crédito en ellos, llamados títulos valores, tales como la letra de cambio y el pagaré, tal como señala el profesor Henry Rodríguez Moreno, quien manifiesta:

“La economía monetarista y las ferias entre comerciantes de la época medieval urgían el traslado de dinero o de especies monetarias de un sitio a otro, lo cual era arriesgado; fue entonces cuando aparecieron los cambistas, que recibían sumas de dinero, entregando a cambio un documento que el acreedor llevaba a otro sitio con el fin de que el mandatario, socio o corresponsal del cambista, devolviera el dinero entregado.” (2006. Pág. 69).

1.1.2. Ferias Medievales de comerciantes

Las ferias medievales son, sin lugar a duda, el más claro ejemplo de lo benéfico que resultó el comercio en la Edad Media para las regiones que lo permitían y lo fomentaban. Las ferias de comercio nacen en Europa occidental en el siglo XII, como escriben las autoras María Del Carmen Cuellar y Concha Parra:

“A partir del siglo XII se crean numerosas ferias. Cuatro de las llamadas grandes tienen lugar en la Inglaterra del siglo XIII: Northampton, Saint Ives, Boston y Winchester. Existen otras del mismo tipo en los países de Europa occidental. Pero ninguna iguala a las seis grandes ferias de Champagne: Lagny, Bar-surAube, Provins, dos anuales, y Troyes, otras tantas, así como las de la Brie.” (2001. Pág.105).

Tal como podemos revisar, las ferias de comercio nacen principalmente en regiones de los actuales países de Inglaterra y Francia, para posteriormente realizarse en Alemania, Italia y otros países cercanos, para finalmente extenderse por todo el continente europeo, norte de África y regiones de la península Arábiga.

Los objetivos de las ferias de comercio fueron básicamente dos; el primero fue fomentar el intercambio de productos entre comerciantes de la localidad y comerciantes internacionales, quienes poseían mercancías que no podían hallarse en la región.

Como nos lo señalan las autoras María Del Carmen Cuellar y Concha Parra "Durante largo tiempo, estas seis ferias son el eje de todo el comercio internacional. Las separa un periodo de 40 a 50 días en un intervalo de 8 meses, desde la primera quincena de marzo a la primera de noviembre" (2001. Pág. 105), lo que da muestra de que durante este periodo se fomentó el comercio de mercancías internacionales, no solo con la apertura de espacios físicos para realizar operaciones comerciales, sino con muchas ventajas que brindaban los señores feudales a los comerciantes, como por ejemplo protección legal, idea que es corroborada por el autor Mirko Mayer que escribe "Las relaciones entre los

mercaderes y los representantes de los poderes públicos, tendieron a estrecharse a medida que se acentuaba el carácter comercial de la economía.” (2008, Párr. 10).

El segundo objetivo de las ferias de comercio fue la posibilidad de los señores feudales de obtener recursos mediante los tributos que se generaban dentro de las ferias, como manifiestan las autoras María Del Carmen Cuellar y Concha Parra “En lo que respecta a los impuestos, existió un tipo llamado pontage o derecho arancelario aplicado a las mercancías que franqueaban un puerto, con el fin de subvenir al mantenimiento del mismo. Los Templarios comparten el tonlieu o peaje de la lana con las autoridades de las ciudades” (2001. Pág. 112-113), es por esto que las ferias eran un momento muy esperado por señores feudales y también por los comerciantes.

Como se mencionó en el párrafo anterior, las ferias resultaban ser momentos muy beneficiosos para las economías locales, es por esto que aquí nacen las primeras operaciones financieras que en la actualidad son empleadas, con la emisión de títulos valores de diferente tipo, tales como los pagarés y las letras de cambio, lo cual cambia y revoluciona totalmente la economía europea.

1.1.3. Mercado de tulipanes en Ámsterdam

Si bien el nacimiento del mercado de títulos valores nace en las ferias medievales, cuando los comerciantes utilizaban los mismos para evitar llevar grandes sumas de dinero durante sus viajes, uno de los primeros mercados bursátiles del mundo nació en la actual Holanda, en su ciudad de Ámsterdam, precisamente en el siglo XVII.

Durante este periodo histórico se vivió una bonanza en el continente europeo, ya que las grandes potencias europeas decidieron expandir sus horizontes dentro de un periodo colonialista, y Holanda no fue la excepción, tal como lo escribe el Dr. César Álvarez:

“Antes de desatarse la crisis, Holanda vivía un periodo de bonanza económica debido en gran medida al éxito de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales y al comercio próspero en los Países Bajos, es en este contexto que nace un periodo de euforia especulativa debido a los bulbos de tulipán. A todo esto se sumó el gusto por las flores exóticas, que se convirtieron en símbolos de riqueza y objetos de colección.” (2011. Pág. 2),

Tal como escribe el autor, los bulbos de tulipán fueron mercancías muy apetecidas en el mercado internacional y en Holanda se cultivaban dichas flores, (a pesar de no ser flores autóctonas de la región), esto debido a su gran valor en el mercado. La especulación nace cuando comerciantes, tanto extranjeros como locales, deciden comprar cosechas de tulipanes por anticipado, para lo cual se determinaba su valor en subastas públicas, pero ¿Por qué un simple bulbo de tulipán fue un arma tan mortífera dentro de la economía de Holanda? La respuesta es debido al fenómeno de la especulación y una codicia desenfrenada por parte de la población local, tal como menciona César Álvarez:

“Es para Enero de 1637 que el mercado de tulipanes empieza a mostrar fallas, pues los precios de los bulbos llegaron a multiplicarse hasta por 20 veces su valor y en febrero se empezó a vislumbrar el mecanismo del crash y el mercado empezó a revelar signos de agotamiento haciendo que algunos grandes inversores salieran del mercado vendiendo todos sus tulipanes, provocando un descenso en los precios, y con ello el pánico se apoderó del mercado poniéndose a la venta grandes cantidades de tulipanes sin que estos encontrasen compradores.” (2011. Pág. 3).

En base a esto, entendemos que el desvarío de precios y la especulación ocasionaron un desequilibrio económico y generó la primera burbuja económica de la cual se tiene certeza, ocasionando graves perjuicios económicos para la población local de Ámsterdam, e inclusive para el comercio internacional.

1.2. Evolución del Mercado de Valores.

1.2.1. Inicio del Mercado de Valores.

Como hemos podido analizar, las bolsas de valores no tuvieron un inicio repentino, sino que son el resultado de las operaciones comerciales que fueron evolucionando con el paso del tiempo. El antecedente histórico de la primera bolsa de valores se remonta al siglo XV, tal como lo explica y afirma el autor José Marcelo Morales “En Brujas (ciudad al norte de Bélgica) a finales del siglo XV y comienzos del siglo XVI, los negociantes se reunían en la casa del ciudadano Van der Bourse (o van der Purse) y ahí se origina el nombre Bolsa.” (2012. Pág. 7), más el autor Gonzalo García discrepa y señala que:

“la primera donde se pusieron acciones a la venta fue la **Bolsa de Valores de Amsterdam** (que por ello se considera normalmente como la más antigua), cuando en 1602 la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, primera sociedad anónima de la historia, comenzó a ofrecer participaciones en sus negocios para financiar su expansión comercial.” (Párr. 1, 2012).

Es en base a las opiniones vertidas de los autores que podemos afirmar que el mercado bursátil comenzó a desarrollarse como tal en el siglo XVII, donde comerciantes se reunían al aire libre para poder comerciar títulos valores de todo tipo, con el objetivo principal de obtener financiamiento para llevar a cabo negocios, mientras que otros buscaban obtener ganancias de los títulos adquiridos.

El mercado de valores se convirtió a la postre en un mecanismo de gran aceptación por parte de los comerciantes, llegando inclusive a funcionar en edificios (debido a las dificultades que se presentaban por tener que comerciar al aire libre) los cuales eran financiados por sus miembros, en concordancia con lo manifestado por José Marcelo Morales:

“Con el tiempo este tipo de reuniones en lugares públicos empezó a crear dificultades y fue así como se pensó en un lugar cerrado y es así como los cafés o cafeterías se transformaron en el lugar indicado.” (2012. Pág. 7).

Es así que, al tener que aportar una cuota de gastos de mantenimiento de este mercado de valores, este mercado se tornó exclusivo y reservado para aquellos quienes estuviesen facultados para entrar, es por esto que en este momento nacen los corredores de bolsa, quienes fueron (y en la actualidad aun lo son) personas autorizadas para comerciar en el mercado de valores a nombre de sus clientes, según las ordenes que estos les hubiesen dado.

1.2.2. Consolidación.

A comienzos del siglo XX, el mercado de valores seguía siendo un mercado reservado para comerciantes, e inclusive para comerciantes de un alto nivel pudiente, pues como revisamos anteriormente, los altos costes de ingreso al mercado de valores suponían que el mismo era un mercado elitista, pero un suceso histórico hizo que cambie esta situación.

Después de la Primera Guerra Mundial, las economías europeas como la estadounidense quedaron agotadas, no solo por los gastos en los que incurrieron durante la guerra por compra de armamento y pérdida de millones de hombres quienes fueran su mano de obra, sino también por la tarea de reconstruir los pueblos devastados por la guerra y las hambrunas, por lo que los Estados se vieron en la necesidad de buscar financiamiento a manos del público en general, siendo una alternativa el endeudamiento público, tal redacta Sergi Ortuño:

“es por esto que Estados Unidos decide promocionar un método de financiamiento alternativo para poder conllevar los altos costes de la guerra, este medio de financiamiento fue el de los “bonos libertad” o “*war bonds*” en su traducción al inglés. Estos bonos fueron ofrecidos al público en general, lo cual fue algo revolucionario ya que por primera vez el público en general podía invertir su dinero y generar intereses.” (.2012.Párr 3,4).

La emisión de los bonos libertad fue todo un éxito, lo cual conllevó a que el sector privado decida apertura su capital y su limitado mercado al público en general, como corrobora el autor Sergi Ortuño “Así, Charles Michel, presidente del National City Bank, viendo el público inversor que se había creado, decidió sacar al mercado bonos corporativos o acciones y le dijo a la gente que eran inversiones con poco riesgo y respetables.” (2012. Párr. 4).

1.2.3. Mercado de valores ecuatoriano.

El mercado de valores ecuatoriano es un mercado el cual no ha sido lo suficientemente explorado y desarrollado en comparación a otros países de la región, pero aun así, tiene antecedentes históricos de su creación los cuales merecen ser analizados.

Si bien en Ecuador se crearon modelos de negocios que tenían similitudes con un mercado bursátil, no cumplían todas las características del mismo. La verdadera aparición del mercado de valores ecuatoriano puede decirse que fue en el año de 1969, cuando se otorgan las escrituras públicas de constitución a las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, hecho que ayudó a la creación de un verdadero mercado bursátil en las dos ciudades más importantes del país.

El profesor Juan Isaac Lovato cree que este hecho no fue realmente el nacimiento de un verdadero mercado de valores en el país, ya que considera que el mercado de valores ecuatoriano se consolidó con la promulgación de la Ley de Mercado de Valores de 1993 y posteriormente con la de 1998, como precisa (2013):

“Sin embargo, no es sino desde que se promulgaron las dos Leyes de Mercado de valores ya indicadas que se institucionalizó nuestro mercado de valores definiendo claramente a los tipos de mercados, incluyendo a intermediarios profesionales personas jurídicas para que se proteja al inversor con la presencia de casas de valores bajo la figura de sociedades anónimas y ante todo definiendo los tipos de operaciones que se pueden realizar con valores de: renta variable, renta fija y los nacidos producto de los procesos de titularización.”

En concordancia con lo expuesto por el autor, el mercado de valores ecuatoriano no puede ser marcado con una fecha exacta de inicio, sino resalta que el hecho constitutivo del nacimiento de este mercado va ligado al avance tecnológico, al avance comercial y al avance legal, ya que como menciona, su verdadera aparición se consolida no solo con la apertura de las Bolsas de Valores en Quito y Guayaquil, sino que se perfecciona con presencia de actores del mercado como lo son las casas de valores y sus operadores de bolsa.

2. Capítulo II: Fideicomisos mercantiles y su uso en el sector bursátil.

2.1. Definición de un fideicomiso mercantil.

El autor Claudio Arias define al término fideicomiso como:

“Sobre el significado del término fideicomiso existen dos definiciones, la primera que indica que proviene de dos voces latinas, “**fidei**” que quiere decir “fe” y “**commisium**” que significa “comisión”, otro significado nos señala que etimológicamente fideicomiso viene de “**fiducia**” que quiere decir “confianza” y de “**commitere**” que quiere decir “encomendar” (Pág. 8. 2008).

Como manifiesta Claudio Arias, el fideicomiso es un contrato de confianza, mas, dicha definición es complementada por Marcelo Salvador (2008, Párr. 2), que lo define como:

“Fideicomiso es el acto jurídico por el cual una persona denominada constituyente, transfiere determinados bienes (que configuran un patrimonio especial, diverso de los patrimonios propios de las partes que intervienen o se vinculan con el contrato) cuya titularidad se confiere a otra denominada fiduciario, para la realización de un fin determinado a favor de una tercera persona llamada beneficiario.”

En base a las opiniones encontradas, podemos señalar que el contrato de fideicomiso mercantil supone que un fideicomitente constituya un patrimonio autónomo llamado “fideicomiso”, y entregue su administración a un tercero autorizado para manejarlo, en el caso ecuatoriano, solo las administradoras de fondos y fideicomisos pueden hacerlo.

En la normativa ecuatoriana encontramos la definición del fideicomiso mercantil en la Ley de Mercado de Valores, libro segundo del Código Orgánico Monetario y Financiero que lo define como:

“Art. 109.- Del contrato de fideicomiso mercantil.- Por el contrato de fideicomiso mercantil una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

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

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

El patrimonio autónomo (fideicomiso mercantil), no es, ni podrá ser considerado como una sociedad civil o mercantil, sino únicamente como una ficción jurídica capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones a través del fiduciario, en atención a las instrucciones señaladas en el contrato”.

Como podemos observar, esta figura jurídica llamada fideicomiso mercantil cuenta con varias características que deben ser analizadas, que son las siguientes:

1.- Cuenta con personalidad jurídica, puede adquirir derechos y obligarse frente a terceros, mas no es considerado como una persona jurídica, simplemente se lo considera como una ficción jurídica, el cual está sujeto a la administración de un tercero en base a instrucciones dadas por el fideicomitente.

2.- El patrimonio del fideicomiso es independiente del patrimonio del fideicomitente, del fiduciario y del beneficiario, tal como señala Andrea Vargas

“El patrimonio autónomo está dotado de personalidad jurídica; y, como tal, su representante legal es el Fiduciario, el mismo que ejercerá sus funciones de conformidad con las instrucciones señaladas por el constituyente en el correspondiente contrato, es independiente del patrimonio individual que mantenga el constituyente, el fiduciario, el beneficiario, así como de otros fideicomisos mercantiles que mantenga el fiduciario.” (2014, pág. 40).

3.- Su existencia está limitada en el tiempo, lo que significa que el fideicomiso debe tener un plazo máximo de funcionamiento, o a su vez, existir hasta cumplir las instrucciones dadas por el fideicomitente, las cuales pueden estar sujetas a condición. Si la condición se considera fallida, el fideicomiso deberá liquidarse. La autora Andrea Vargas considera esta característica como una ventaja, según lo redacta

“Esta es una ventaja innegablemente muy considerativa del fideicomiso de garantía ya que al compararlo con las garantías tradicionales o de otra naturaleza, la posibilidad que tiene de poder liquidarse por sí mismo de manera

independiente, no recurriendo a la vía judicial en caso de incumplimiento. “ (2014, pág. 39)

4.- El manejo, administración y representación legal del fideicomiso mercantil estará únicamente manejado por fiduciarias previamente autorizadas, por lo cual se limita el manejo del fideicomiso mercantil tan solo a las personas jurídicas previamente autorizadas, tal como señala el artículo 97 y siguientes del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero.

5) Es un contrato donde prima la confianza, ya que el fideicomitente entrega un patrimonio a una fiduciaria para su administración en base a órdenes dadas, es por eso que debe existir un manejo responsable y una adecuada gestión de los recursos. Esta idea es corroborada por la autora Andrea Vargas que señala:

“Además de la confianza, modernamente se ha considerado, que en el fideicomiso mercantil debe tomarse en cuenta que el fiduciario sea una persona segura y solvente, es decir, un profesional en el cumplimiento del encargo.” (2014. Pág. 30).

Una vez detalladas las características del fideicomiso mercantil, se puede deducir que dada su naturaleza, se presta para ser una herramienta muy útil para llevar a cabo un negocio, siempre que cuente con una adecuada administración que genere confianza, tanto para el fideicomitente como para el o los beneficiarios; conforme lo señala el autor Miguel Mosqueira “El enemigo principal de las sociedades comerciales es la desconfianza y en contra de ella hay que luchar. Los fideicomisos financieros bien operados y transparentes, son una herramienta adecuada para dar el gran paso” (2009. Pág. 35).

2.2. Clases de fideicomisos.

Como se pudo revisar en el capítulo precedente, los fideicomisos son herramientas que pueden aplicarse a varios tipos de giros de negocio, es por eso que existen varios tipos de fideicomisos, entre los más importantes encontramos:

1.- Fideicomiso de administración: Es uno de los fideicomisos más comunes que podemos identificar en Ecuador, su característica principal es que el fideicomitente constituye un patrimonio autónomo, el cual es manejado por un agente fiduciario y lo administra en base a las órdenes dadas por el fideicomitente, para finalmente llegar a un objetivo y poder obtener beneficios del mismo, como señala el autor Marcelo Salvador, quien manifiesta

“Esta modalidad nace de la misma naturaleza del negocio fiduciario, ya que si el fiduciario recibe unos bienes para cumplir con ellos una finalidad, el primer requerimiento es que los maneje adecuadamente y los proteja contra riesgos que puedan afectarlos.” (Párr. 12. 2008).

1.1.- Fideicomiso de flujos futuros: Este tipo de fideicomiso nace con el principal objetivo de brindar financiamiento y liquidez en base a un giro de negocio ya establecido, el cual se ve en la necesidad de adquirir financiamiento, ya sea para aumentar su productividad o para hacer frente a una situación económica precaria.

El fideicomiso de flujos futuros es considerado como un fideicomiso de administración, esto debido a que el constituyente del fideicomiso aporta la administración de los bienes que se espera que existan, para que así, el administrador realice lo pactado en el objeto social del fideicomiso.

La firma financiera Moore Stephens señala que:

“De esta forma, el Fideicomiso al colocar dichos títulos-valor recibe flujos por parte de los Inversionistas, los cuales son trasladados inmediatamente al Originador para financiarlo y en contraprestación los Inversionistas recibirán rendimientos financieros por la inversión realizada.” (2011, Párr. 3)

En base a lo señalado, podemos inferir que su característica principal es que el fideicomitente no aporta bienes existentes, sino bienes que se espera que existan, es por eso que se lo denomina de flujos futuros, ya que su patrimonio consiste en una expectativa de cobro. Los flujos futuros que van a ser adquiridos por el

fideicomitente pasan a ser parte del patrimonio del fideicomiso, el cual los administra, devolviendo a los acreedores su capital e inclusive intereses que se hubieren pactado, y el saldo restante se lo entrega al beneficiario.

2.- Fideicomiso en garantía: Este tipo de fideicomiso tiene por único objeto el de servir como caución y garantizar el cumplimiento de una determinada obligación.

La autora Andrea Vargas lo define como:

“se constituye el fideicomiso mercantil en garantía donde el deudor es fideicomitente y el acreedor es el fideicomisario, a quien el fiduciario designado, deberá pagarle con el producto que obtenga de la venta del bien en caso de que el deudor no satisfaga la deuda que mantiene y una vez realizado si existe un sobrante o remanente será entregado al fideicomitente.” (2014, pág.36)

Esta clase de fideicomiso, a diferencia de las cauciones civiles tales como la fianza, prenda o hipoteca, puede llegar a ser más efectivo dadas las características del mismo, pues en caso de incumplimiento, el administrador del fideicomiso está obligado a ejecutarlo, a diferencia de las cauciones civiles que deben ser ejecutadas por un juez previa demanda de la parte afectada.

Esta clase de fideicomiso, a pesar de no tener tanta popularidad como la prenda o la hipoteca, goza de un alto grado de efectividad, dado que, al ser el administrador del fideicomiso quien actúa en caso de incumplimiento, puede lograr satisfacer las pretensiones de las partes con mayor celeridad y efectividad, pues no está limitado con las solemnidades procesales requeridas para la ejecución de una caución civil.

3.- Fideicomiso inmobiliario: El fideicomiso inmobiliario puede catalogarse como una clase de fideicomiso de administración, con algunas particularidades, esta clase de fideicomiso es descrito por el autor Roberto González, que señala:

“un contrato comercial cuya finalidad es la de obtener la administración de un bien por parte del fiduciario, o su enajenación para cumplir la finalidad propuesta por el constituyente, bien a su provecho o de un tercero” (2005, pág. 26)

.4.- Fideicomiso de inversión: Son fideicomisos, tal como señala su nombre, constituidos para invertir su capital y generar ganancias, sus principales características son que el fideicomitente entrega una determinada cantidad de dinero, con el objetivo de convertirse en un patrimonio autónomo y poder ser utilizados en inversiones. Dentro de este tipo de fideicomisos encontramos que las órdenes dadas a las fiduciarias son determinantes a la hora de invertir los dineros del fideicomiso, pues toda inversión conlleva un riesgo, y es la fiduciaria quien debe augurar y procurar tener el mayor acierto posible a la hora de generar una ganancia. La autora Ivana Terranova lo define con el siguiente ejemplo:

“Por ejemplo: un grupo de personas aporta recursos financieros al fideicomiso con un conjunto de instrucciones claras y/o parámetros a que debe acogerse para realizar las inversiones, como por ejemplo: ubicación geográfica donde se debe invertir (interna y externamente), grupo económico en el cuál se debe invertir, institución, tipo de inversión, etc.” (Pág. 6, 2011)

2.2.1 Fideicomisos dentro del sector bursátil

Los fideicomisos, al igual que las personas jurídicas, tienen la facultad de acudir al mercado de valores en busca de financiamiento; para esto pueden emitir títulos de renta fija o renta variable, convirtiéndose en un mecanismo muy atractivo, tanto para los emisores de los títulos como para los inversionistas. Esta idea es compartida por la autora Ivana Terranova, que precisa:

“El fideicomiso actuaría como herramienta financiera, facilitando la obtención de fondos. En esta operación, interviene un administrador (fiduciario), para que los activos cedidos sean transformados en activos financieros líquidos y con ello cancelar los certificados de participación lo que además se puedan negociar en el mercado bursátil” (2011. Pág. 40).

La autora precisa en el párrafo precedente, que el fideicomiso constituye una herramienta muy interesante para poder adquirir liquidez y financiamiento, pero debemos precisar que el adquirir financiamiento dentro del mercado de valores ecuatoriano supone mayores requisitos, pero se recompensa con el hecho de poder llegar a un mayor número de posibles inversionistas debido a la facultad de promocionarlo vía oferta pública (facultad que tan solo se obtiene una vez inscrito en el catastro público de valores).

Los fideicomisos mercantiles que han sido sometidos a un proceso de titularización pueden emitir tres clases de títulos valores, los de renta fija, los de renta variable y los mixtos, lo cual supone una gran ventaja, pues la emisión de documentos crediticios en el mercado bursátil puede ajustarse a la necesidad de la titularización, siendo esto el emitir obligaciones si el objetivo del fideicomiso es obtener liquidez; emitir acciones si se pretende el ingreso de beneficiarios de la titularización; y, emitir títulos valores mixtos, los cuales, prevén dar un rédito económico al titular, más un porcentaje en la participación de la titularización, en concordancia con la definición dada por la Superintendencia Financiera de Colombia, que dice:

“TÍTULOS MIXTOS: En titularizaciones, son mezcla de títulos corporativos o de participación con títulos de contenido crediticio. Esto es, que pueden contemplar una rentabilidad mínima o una máxima o las dos. También pueden incorporar derechos de participación y ser amortizables.” (2008. Párr. 41.)

2.3. Titularización de activos y garantías establecidas por la ley

Como hemos precisado anteriormente, al constituir un fideicomiso mercantil, este cuenta con un patrimonio autónomo, el cual puede estar compuesto bienes muebles, inmuebles, dinero e inclusive bienes que se espera que se existan, sin embargo, el proceso de titularización de activos le permitirá a un fideicomiso emitir títulos valores, para posteriormente ser comercializados en las diferentes bolsas

de valores del país, acorde a la presente idea, podemos identificar y definir al proceso de titularización conforme lo señala el autor Juan Isaac Lovato:

“La Titularización es un medio para que una persona natural o jurídica sustituya activos no líquidos o con bajo índice de liquidez por activos o valores, permitiendo a los inversionistas la participación de una futura rentabilidad, utilidad o expectativa de utilidad a cambio de una suma fija de dinero. La titularización se viabiliza mediante un proceso por el cual un fideicomiso mercantil emite valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil. Este patrimonio autónomo está integrado por bienes generadores de flujos determinables. La Junta Reguladora del Mercado de Valores establecerá mediante disposición de carácter general los contenidos específicos de este contrato de Fideicomiso.”(2013. Pág. 240).

En concordancia a lo señalado por el autor, para poder determinar el valor líquido y determinado del patrimonio del fideicomiso, se debe poder determinar el costo de sus bienes o derechos contenidos en el mismo, esto en base al costo de los bienes o de la expectativa determinada que se espera obtener de los mismos. Pero, cabe aquí la interrogante, ¿Qué características deben tener los bienes aportados al fideicomiso para que estos sean susceptibles de un proceso de titularización? Esta respuesta la podemos encontrar en nuestra legislación interna, precisamente en La Ley de Mercado de Valores, Libro Segundo del Código Orgánico Monetario y Financiero, que en su artículo 143 señala:

Art. 143.- Bienes susceptibles de titularizar.- *El proceso de titularización conllevará la expectativa de generar flujos de efectivo determinables, respecto de los cuales su titular pueda disponer libremente, a partir de:*

- 1. Bienes o derechos existentes generadores de flujos futuros determinables; y,*
- 2. Derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas. Adicionalmente, no podrá pesar sobre tales bienes ni sobre los flujos que generen, ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones*

suspensivas o resolutorias, ni deben estar pendientes de pago, impuesto, tasa o contribución alguna. Podrán estructurarse procesos de titularización a partir de los siguientes bienes o activos:

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

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

La ley es muy clara al precisar los tipos de bienes que pueden ser parte de un proceso de titularización, los cuales se los puede catalogar dentro de dos grandes grupos, los cuales son **los bienes y los derechos**, los cuales explicaremos a continuación:

2.3.1. Bienes susceptibles de ser titularizados:

Como pudimos analizar, los bienes a ser titularizados son todos aquellos detallados en el artículo 143 de la Ley de Mercado de Valores, de los cuales podemos deducir que existen dos grupos de bienes que pueden ser objeto de titularización: Bienes o derechos existentes que posea el originador, susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones, según corresponda, mencionados en el numeral 5 y bienes inmuebles mencionados en el numeral 4.

Los bienes que hace mención el numeral 5, podemos inferir que habla de bienes muebles (dado que los inmuebles están mencionados en el numeral 4). Estos bienes deben cumplir una característica esencial antes de poder ser objeto de titularización, y es el poder determinar que estos bienes son capaces de *generar flujos futuros determinables*, tal como lo menciona la ley, es por eso que se entiende que estos bienes son aquellos que ayudaran a cumplir el objeto del fideicomiso y son herramientas útiles para el desarrollo de proyectos, o a su vez, son bienes capaces de general una utilidad por sí mismos.

Para el caso de bienes inmuebles, entendemos que son aquellos que van a ser utilizados para desarrollar proyectos dentro del mismo, en concordancia con lo señalado por la autora Karla Cañizares, quien escribe sobre un fideicomiso inmobiliario “La característica de esta clase de fideicomiso es la transferencia de un inmueble, con la finalidad de desarrollar, sobre éste, un proyecto de construcción, tales como viviendas, hospitales, condominios o infraestructura en general.” (2013. Pág. 61).

Tal como podemos revisar, el aporte de bienes está relacionado con la función que pueda cumplir para el objeto del fideicomiso.

2.3.2. Derechos susceptibles de ser titularizados.

Al igual que en la categoría de bienes descrita en los párrafos precedentes, a esta clasificación se la puede dividir en dos grupos: derechos existentes generadores de flujos futuros determinables y derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas, los cuales se detallan a continuación:

Derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas son aquellas ganancias que se esperan recibir en virtud de un giro de negocio, precisando como ejemplo las ganancias que una compañía espera recibir en un determinado lapso de tiempo, de acuerdo a la facturación que esta genera y a sus proyecciones financieras en un tiempo futuro, tal como lo señala el autor Macías, quien redacta “Sobre la base de la ley actual, se puede titularizar ventas esperadas futuras de una empresa a

un grupo de clientes, segmento geográfico, etc. Empresas con marcas famosas y bien posicionadas seguramente pueden estructurar titularizaciones de este tipo, como en el ejemplo de titularización de ventas futuras llevado a cabo por Nestlé, citado en el especial de América Economía.” (Párr. 3, 2011),

Un ejemplo práctico es el de compañías que tienen una facturación anual homogénea, dado que son negocios establecidos y consolidados en el mercado, lo cual les permite tener una proyección de los beneficios que planean recibir, a estas ganancias futuras que se espera que existan se las denomina “flujos futuros”.

Los derechos existentes generadores de flujos futuros determinables son aquellos derechos que tienen un contenido crediticio, siendo estas obligaciones en su gran mayoría títulos valores o ejecutivos, las cuales tienen en su contenido un derecho de cobro el cual se determina en función de su valor nominal más intereses previamente determinados, como ejemplo podemos encontrar a las denominadas carteras de crédito, las cuales contienen obligaciones determinadas en títulos. También podrán ser aportados valores mixtos, los cuales contienen una obligación, así como un porcentaje de participación en las ganancias del emisor. Cabe recalcar que, para efectos de aporte de derechos a un fideicomiso, se debe tener en consideración que tan solo podrán aportarse títulos de la misma especie, y el valor de su aportación no podrá exceder del valor insoluto del título.

2.4. Garantías del fideicomiso mercantil en el mercado bursátil ecuatoriano

2.4.1. Garantías establecidas para el proceso de titularización de activos

La legislación ecuatoriana, dentro de los principios rectores de la Ley de Mercado de Valores, (establece en su artículo 1:

2. Protección del inversionista;

(...).

Como podemos observar, el mencionado cuerpo normativo, así como sus normas conexas, tiene por objetivo, entre otras cosas, proteger al inversionista y general un mercado confiable y transparente, y la titularización de activos no es la excepción, el autor Ramiro Viteri es tajante al señalar que “No hay figura más controlada en el Ecuador que la del fideicomiso”. (2016, Párr. 6). Es por ello que debemos identificar todas las solemnidades y garantías exigidas por la Ley para realizar un proceso de titularización, las cuales señalaremos a continuación:

2.4.1.1. Contrato de fideicomiso mercantil.

La figura del fideicomiso mercantil, tal como lo revisamos anteriormente, es una figura muy flexible, la cual se adapta prácticamente a cualquier necesidad lícita, así como varias órdenes al fiduciario para la creación de un fideicomiso. En la constitución de un fideicomiso se deben tomar en cuenta ciertas solemnidades requeridas, las cuales se proceden a detallar:

- 1.- La constitución de un fideicomiso mercantil se la debe hacer mediante escritura pública, tal como señala el Art. 1 del capítulo 1 del Título V de la Codificación de resoluciones del Consejo Nacional de Valores.
- 2.- Tan solo las administradoras de fondos y fideicomisos podrán administrar un fideicomiso, y deberán ceñirse a las órdenes dadas por los constituyentes del mismo, así como tener la mayor diligencia y cuidado en su administración.
- 3.- El fideicomiso mercantil dará nacimiento a un patrimonio autónomo, y los bienes aportados al mismo no podrán estar sujetos a condiciones o gravámenes para su entrega.

2.4.1.2. Proceso de titularización.

Una vez constituido un fideicomiso, se debe proceder a realizar la titularización del mismo, para lo cual se deben realizar los siguientes procedimientos:

1.- El patrimonio que pretende ser titularizado deberá estar respaldado en avalúos de peritos especializados en los bienes a ser aportados, lo cual debe estar certificado mediante un estudio previo de la rentabilidad del negocio y el valor de los activos, lo cual determinara el monto que podrá ser titularizado.

2.- Todo fideicomiso sujeto a un proceso de titularización deberá contar con al menos una calificación de riesgo, la cual determinará su seguridad y su capacidad de devolución de la inversión, para lo cual también contarán con auditorías externas.

3.- Los fideicomisos mercantiles cuyo fin es la titularización, deben inscribirse en el Catastro Público de Mercado de Valores, previa aprobación de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Las partes intervinientes en un proceso de titularización de activos se encuentran detalladas en el artículo 139 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, y se las puede resumir así:

- Originador: una o más personas jurídicas o naturales propietarias de los activos a ser titularizados a través de un fideicomiso mercantil.
- Agente de Manejo: Es la administradora de fondos y fideicomisos que se encuentra facultada para administrar el fideicomiso mercantil a ser titularizado.
- Patrimonio de propósito exclusivo: Es el patrimonio independiente, integrado por los bienes aportados por el originador y posteriormente se compondrá de los activos y pasivos que registre el fideicomiso.
- Inversionistas: Son aquellas personas naturales o jurídicas que decían adquirir títulos valores emitidos por el fideicomiso.
- Comité de Vigilancia: Es un comité compuesto por 3 miembros elegidos por los tenedores de títulos, quienes deberán verificar la correcta administración del fideicomiso.

2.4.1.3. Valores emitidos a través de un proceso de titularización

Como hemos revisado, una titularización de activos puede garantizar el cumplimiento de sus obligaciones con los activos que se encuentran dentro del fideicomiso, pero, ¿Qué clase de títulos pueden emitirse dentro de un proceso de titularización?, la Ley de Mercado de Valores en su artículo 147 nos señala que pueden ser 3, los cuales detallaremos a continuación:

Valores de contenido crediticio: Son emisiones de deuda, es decir, el fideicomiso se obliga con los inversionistas a restituir el valor recibido más los intereses pactados dentro de un lapso de tiempo previamente establecido.

Valores de participación: A pesar de no ser común ofertar títulos de renta variable en una titularización, se lo puede hacer, los títulos emitidos son participaciones del fideicomiso y un inversionista puede adquirir un porcentaje, donde le corresponderán las ganancias que genere el fideicomiso en la cuota que haya adquirido.

Valores mixtos: Son valores que contienen un crédito a favor del inversionista así como una participación dentro de las ganancias del fideicomiso, en general, son títulos muy atractivos para los inversionistas dado que pueden obtener una ganancia determinada previamente más un porcentaje de las ganancias del fideicomiso.

2.4.1.4. Garantías exigidas para el proceso de titularización de activos.

El proceso de titularización de activos puede tornarse algo complicado y lento, debido a la gran cantidad de requisitos que deben ser satisfechos previa inscripción en el Catastro Público de Mercado de Valores, sumado al tiempo que lleva a los funcionarios de la Súper Intendencia de Compañías la revisión y aprobación del trámite..

Adicional a los requisitos expuestos previamente, el proceso de titularización de activos requiere de garantías que debe brindar el emisor como respaldo de los

títulos a emitirse, las cuales se encuentran expresamente establecidas en el artículo 150 de la Ley de Mercado de Valores, las cuales revisaremos y procederemos a explicarlas a continuación:

Subordinación de la emisión.- Consiste en que el originador o un tercero suscriban una porción de bienes suficientes para cubrir el índice de siniestralidad de la titularización. Esta porción de bienes se utilizará para garantizar las obligaciones de la titularización.

Sobrecolateralización.- Este tipo de garantía consiste en que los bienes aportados al patrimonio del fideicomiso excedan el valor de los títulos, emitidos en el proceso de titularización. Este excedente se utilizará para cubrir las obligaciones fruto de siniestros o faltantes de activos.

Exceso de flujo de fondos.- A diferencia de los dos tipos de garantía revisadas anteriormente, este tipo de garantía se constituye en una expectativa de cobro, donde los flujos futuros que prevé generar el fideicomiso, sean mayores a los reconocidos en la titularización, para que el saldo restante se constituya como garantía frente a cualquier tipo de siniestro o faltante de activos.

Sustitución de activos.- Este tipo de garantía prevé que el originador sustituya los activos del patrimonio aportado en caso de que los mismos no logren satisfacer el flujo de dinero previsto en el proceso de titularización. Para poder constituir este tipo de garantía, el originador debe demostrar su solvencia y capacidad de sustituir los activos en caso de requerirse.

Contratos de apertura de crédito.- La apertura de una línea de crédito inmediata constituye una garantía para un proceso de titularización, la cual debe ser capaz de atender las necesidades de liquidez del fideicomiso.

Garantía o aval.- Para garantizar el cumplimiento de las obligaciones a los inversionistas, esta garantía prevé que el originador o un tercero se comprometa a cubrir las obligaciones del fideicomiso en caso de existir incumplimiento, para lo

cual se deberá comprobar la solvencia y capacidad de respuesta por parte del aval. Esta capacidad de pago podrá comprobarse con garantías de bienes a favor de la titularización, como prendas o hipotecas.

Garantía bancaria o póliza de seguro.- La garantía bancaria es la garantía de pago por parte de un banco en caso de que se incumplan las obligaciones de la titularización con los inversionistas. El originador deberá contratar este servicio previo al proceso de titularización para que así, una institución bancaria garantice la emisión de títulos.

Este tipo de garantías también prevé la contratación de una póliza de seguro, la cual pueda ser usada en caso de requerirse conforme se detalla en el literal anterior.

Fideicomiso de garantía.- La constitución de un fideicomiso de garantía, el cual este administrado y custodiado por una administradora de fondos y fideicomisos, y cuente con patrimonio suficiente para cubrir el índice de siniestralidad de la titularización, es una garantía suficiente para garantizar el cumplimiento a los inversionistas

Como podemos observar, adicional a la garantía que brinda un fideicomiso como patrimonio autónomo y demás solemnidades requeridas para la constitución del mismo, el proceso de titularización debe ofrecer por lo menos una de las garantías antes mencionadas, pero quien determina los valores de la garantía a constituir es el Consejo Nacional de Valores (ahora Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera), estableciendo las mismas la Codificación de Resoluciones de este organismo.

2.4.1.4.1 Cobertura del índice de siniestralidad y nivel de garantía.

El Consejo Nacional de Valores, a través de sus resoluciones, determinó el índice de siniestralidad que debe cubrir la garantía de la titularización, así como la forma de determinar la siniestralidad de cada tipo de titularización de activos, mas, desde

la publicación del Código Orgánico Monetario y Financiero, esta facultad ahora le corresponde a la Junta de Política Monetaria y Financiera (entre otras atribuciones).

Señalando los niveles de garantía que se requiere en cada proceso de titularización de activos, debemos revisar la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, que en el artículo 17 del Capítulo V de Titularización señala:

“Art. 17.- Mecanismos de Garantía.- Los mecanismos de garantía establecidos en la Ley de Mercado de Valores, deben cubrir al menos el 1.5 veces el índice de siniestralidad o el de desviación, según corresponda. En el caso de contar con dos garantías o más, todas en su conjunto deberán cubrir la relación antes señalada.

Sin perjuicio de lo establecido en el párrafo anterior, en el caso de la titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan, la garantía será una fianza solidaria del originador a favor del patrimonio de propósito exclusivo, por la cual se comprometa a cumplir totalmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas, o con una garantía real que cubra al menos el ciento veinticinco por ciento del monto total emitido y no redimido; contando además, en ambos casos, con otro de los mecanismos de garantía de los definidos en el artículo 150 de la Ley de Mercado de Valores, el cual deberá cubrir al menos el 1.5 veces el índice de siniestralidad o el de desviación, según corresponda.

Para los procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan, en los que se opte por constituir una garantía real que cubra al menos el ciento veinte y cinco por ciento del monto total emitido y no redimido, esta garantía no podrá ser un fideicomiso de flujos futuros.”

Tal como podemos revisar, las garantías exigidas dentro de un proceso de titularización son excesivas en comparación a los requerimientos hechos a las diferentes emisiones de títulos que podemos encontrar en el mercado de valores

ecuatoriano, y por ende, se ha desincentivado severamente el uso de la titularización de activos en los últimos años.

2.5. Impacto en el mercado de valores ecuatoriano.

El proceso de titularización de activos debe cumplir con una serie de requisitos legales y formales, así como brindar garantías suficientes de cumplimiento, tal como lo revisamos anteriormente, pero, el excesivo nivel de requerimientos, así como las fuertes garantías exigidas al emisor, han causado que la práctica del fideicomiso mercantil no se aplique de manera tan habitual para obtener financiamiento dentro del mercado bursátil ecuatoriano, lo cual se hace evidente en las cifras dadas por la Superintendencia de compañías en su portal web, las cuales demuestran que los procesos de titularización en el país son ínfimos en comparación con el resto de emisiones ofertadas en el mercado bursátil, dando las siguientes cifras:

En el cierre de operaciones bursátiles del año 2015, las negociaciones de valores de renta fija fruto de procesos de titularización alcanzaron los 4'635 000.00 dólares, siendo apenas el 1,05% del monto total negociado en el mercado bursátil ecuatoriano, mientras que las negociaciones de valores de renta variable fruto de procesos de titularización alcanzaron índices mucho menores, negociándose apenas 87 000.00 dólares, dando la totalidad del 0,02% del monto total negociado en el mercado bursátil ecuatoriano.

En el presente año la situación no parece ser distinta, hasta el cierre de operaciones bursátiles del mes de septiembre del año 2016, los procesos de titularización de activos han sido muy similares a los del año pasado, los títulos valores de renta fija han sido negociados por 4'415 000.00 dólares, siendo el 0,59% del total negociado en el mercado bursátil, mientras que los títulos valores de renta variable fruto de procesos de titularización fueron negociados por 146 000.00 dólares, siendo este el 0,02% del total de negociaciones bursátiles.

(Información recopilada del *BOLETÍN ESTADÍSTICO MENSUAL DE MERCADO DE VALORES* publicado por la *Súper Intendencia de Compañías*, Noviembre – 2016).

En base a estas cifras podemos identificar que la titularización de activos dejó de ser un método atractivo para canalizar inversiones dentro del mercado bursátil, siendo el resultado un número menor de emisiones de títulos valores producto de titularizaciones. Según datos de la Bolsa de Valores de Quito, en este año, apenas 3 procesos de titularización emitieron títulos valores de renta fija por la totalidad de 27 millones de dólares.

Analizadas las cifras, podemos deducir que en la actualidad la titularización de activos dejó de ser una herramienta atractiva para obtener financiamiento, dada la complejidad de esta figura y las excesivas garantías exigidas por el órgano de control, pero este método de financiamiento gozo de aceptación años atrás en el mercado de valores ecuatoriano, tal como se demuestra en la gráfica de emisiones dada por la Bolsa de Valores de Quito, la cual se demuestra a continuación:

Tabla 1. Gráfica de emisiones de titularizaciones en la Bolsa de Valores de Quito.

		AÑO									
TITULO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
OBLIGACIONES	20	40	39	48	62	78	66	67	49	21	
PAPEL COMERCIAL	1	6	7	17	13	23	26	29	23	21	
TITULARIZACIONES	10	24	29	31	33	21	19	13	6	3	
	31	70	75	96	108	122	111	109	78	45	

Tomado de: Bolsa de Valores de Quito, 2017.

Como podemos observar, la titularización de activos fue un mecanismo que tuvo su auge a finales de la década pasada y en los primeros años de la década actual,

llegando a constituirse hasta 33 fideicomisos solo en la Bolsa de Quito en el año 2011, cifra muy superior a la que se maneja en la actualidad en las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, pero, ¿a qué podemos atribuir la baja aceptación de esta práctica en los últimos años?, esto es debido a varios factores sociales, económicos y legales que se han suscitado en los últimos años y que han tenido gran influencia en nuestro mercado.

2.5.1. Carga económica para el originador.

El obtener liquidez fruto de activos ilíquidos puede convertirse en una herramienta muy conveniente para la empresa ecuatoriana, conforme se ha abordado a lo largo de este ensayo, mas, el alto nivel de garantías exigidas para un proceso de titularización han ocasionado que los originadores de esta herramienta bursátil dejen de considerarla conveniente, esto debido a que cubrir el 1.5 veces el índice de siniestralidad merma de manera considerable las ganancias esperadas dentro del proceso de titularización, puesto que los activos necesarios para constituir la garantía no podrán ser susceptibles de una titularización.

Es en base a esto que se puede señalar claramente que la gran carga que implica cubrir el índice de siniestralidad por parte del originador, ha sido un factor que ha desincentivado los procesos de titularización de activos en el país.

2.5.2. Facilidad de realizar diferentes emisiones de títulos.

La titularización de activos es una alternativa viable para obtener liquidez, mas, este tipo de herramienta bursátil presenta dificultades para el originador al momento de realizarla considerando los múltiples requerimientos; y, es debido a esto que se puede afirmar que resulta más sencillo realizar una emisión de valores para una compañía que dentro de un proceso de titularización.

El tiempo requerido para realizar una titularización de activos, sumado a la complejidad de estructurar su oferta pública considerando que se debe demostrar los flujos que se generarán con el patrimonio autónomo, son elementos que han desincentivado el uso de esta herramienta.

Como dato, podemos aportar como opinión personal, que estructurar emisiones de títulos crediticios (también llamados obligaciones) por parte de las compañías, mismos que no estén respaldados en ningún patrimonio, aumenta el riesgo de incumplimiento al inversionista, a pesar de los esfuerzos de los Organismos de Control.

2.5.3. Limitación a la titularización de flujos futuros.

Como se mencionó anteriormente, en los años finales de la década pasada, el proceso de titularización de activos fue un mecanismo muy popular dentro de nuestro mercado bursátil para obtener financiamiento, y, particularmente, la titularización de flujos futuros fue la clase de titularización más popular entre los emisores, particularmente utilizada por grandes compañías de nuestro país dedicadas a todo tipo de negocios, tales como compañías comercializadoras de llantas, electrodomésticos, productos farmacéuticos, automóviles, etc.

Con la publicación de la nueva Ley de Mercado de Valores codificada en el Código Orgánico Monetario y Financiero se introdujeron cambios en la regulación de esta clase de titularización, dado que era considerada como “de alto riesgo”, debido a que los derechos aportados no se encuentran respaldados en bienes o en derechos determinados, uno de los cambios fue el introducido en el artículo 159, el cual en su parte pertinente señala:

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

Es en base a esto que entendemos que, al regular expresamente cada proceso de titularización, se delimito el uso de la titularización de flujos futuros, complicando la estructuración de proyectos y perdiendo así su popularidad.

Finalmente se puede decir que se desmotivó el uso de esta clase de titularización con varios requerimientos adicionales al emisor, desde una declaración

juramentada ante Notario Público en la cual se detalle que “los activos integrados al patrimonio de propósito exclusivo están libres de todo tipo de gravámenes o limitaciones de dominio o prohibiciones de enajenar, y su valor en libros.”, la obligatoriedad de inscripción en el Catastro Público de Mercado de valores del emisor, una fianza solidaria respecto de los títulos colocados en Bolsa, etc.

Por este motivo, y dada la dificultad que supone la estructuración de una oferta pública de este tipo de titularización, esta herramienta cayó en desuso en comparación a años anteriores.

3. Capítulo III: Propuesta de un nivel adecuado de garantías en los fideicomisos mercantiles.

3.1. Características de la inversión en un fideicomiso mercantil negociado en el sector bursátil.

Como hemos podido revisar anteriormente, realizar un proceso de titularización de activos supone un tiempo considerable en el cual se deben cumplir solemnidades y formalidades requeridas en la ley, lo cual lo convierte en un mecanismo engorroso, largo y costoso, más, dentro de los años 2006 al 2013 tuvo mucho éxito y fue un mecanismo muy popular, y esto se debe al auge económico que invadía al país debido a los altos precios del petróleo, más en la actualidad, la inestabilidad política y económica en Ecuador han logrado ahondar la crisis dentro de nuestro mercado de valores, como señala el periodista César Sosa (2016):

“El Banco Mundial calcula que la economía ecuatoriana caerá 2% este año, aunque la proyección del Gobierno es que crecerá 1%. Para que haya un mayor dinamismo económico se necesita una inyección importante de recursos en la economía. Algunos cálculos de analistas señalan que se requieren USD 10 000 millones.” (2016. Párr. 7).

Es en relación a lo manifestado por el autor que entendemos que el país al vivir una recesión económica, genera desconfianza para el inversionista y condiciona la obtención de liquidez en el mercado de valores.

La titularización de activos es, sin lugar a duda, el mecanismo de financiamiento más seguro de todo el mercado de valores, y podemos hacer esta valiente afirmación debido a que es el único mecanismo en el cual los títulos están respaldados en un patrimonio autónomo y libre de gravámenes, a más de contar con las demás exigencias legales propias de una emisión, como la calificación de riesgo y estructuración de oferta pública, en concordancia con lo expuesto por la Bolsa de Valores de El Salvador, quienes la califican como un mecanismo seguro y popular en todo el mundo, y señalan las características y beneficios de esta figura:

“La Titularización es un mecanismo para obtener liquidez ahora, tanto de activos existentes pero que por su naturaleza no son líquidos, como de flujos futuros sobre los que se tiene una elevada certeza de ocurrencia en el futuro.” (2012, Párr. 2)

Como se demuestra en las características del proceso de titularización señaladas anteriormente, entendemos que es una herramienta mucho más segura para el inversionista, puesto que los títulos se encuentran respaldados en activos, los cuales garantizan el pago de la inversión en caso de incumplimiento, y a su vez, al emisor se le garantiza un rendimiento de sus bienes, los cuales por si solos difícilmente van a poder darle réditos.

3.2. Nivel adecuado de garantías para el inversionista.

Como hemos revisado anteriormente, a más de las solemnidades y formalidades requeridas para la emisión de valores fruto de un proceso de titularización de activos, la titularización debe contar con al menos una garantía que respalde los

valores, las cuales se detallan en el artículo 150 de la Ley de Mercado de Valores y se mencionaron previamente en el presente trabajo.

Como podemos observar, las garantías exigidas para el proceso de titularización de activos son muy altas, visto y considerando que el originador debe aportar bienes para la constitución de un patrimonio autónomo, y el tener que garantizar 1,5 veces el índice de siniestralidad de la titularización limita la viabilidad de realizar proyecto alguno con esta herramienta bursátil.

En consideración de lo expuesto, se puede afirmar que la titularización de activos es un mecanismo que brinda muchas seguridades del cumplimiento de sus obligaciones, por lo cual, se puede decir sin temor a equivocarnos que el nivel de garantías establecidas en las resoluciones del Consejo Nacional de Valores son excesivas, siendo el resultado el desuso de esta herramienta rentable y segura en nuestro mercado de Valores.

A su vez, podemos afirmar que el considerar como “riesgosas” a las titularizaciones de flujos futuros por su patrimonio inexistente (que se espera que exista) es un error, pues si bien es cierto que una mera expectativa no constituye un derecho, los originadores que pretenden titularizar flujos futuros deben presentar un plan de negocios y expectativas de cobros reales, las cuales estarán acompañadas de una estructuración realizada no solo por el originador, sino también por la fiduciaria encargada de administrar dichos valores futuros. Recalcando también que lo más adecuado es permitir que una calificadora de riesgos sea quien determine el riesgo de la inversión.

Finalmente, podemos asociar la propuesta vertida en este ensayo en relación a lo expuesto por el autor Juan Isaac Lovato, que señala:

“No se puede esperar más, mientras pasa el tiempo las oportunidades de crecimiento del sector productivo, de generar más empleo, más riqueza se diluyen al estar atados a las mismas estructuras de financiamiento de siempre. Con el

agravante que disponemos y contamos con una herramienta muy eficaz, como es nuestro mercado de valores, para poder lograr el crecimiento deseado, su ampliación a otros sectores y no sabemos o no podemos aplicarlo ni difundirlo debidamente para respaldar a los emisores que requieren financiamiento y captar el ahorro de la ciudadanía para expandir y potenciar nuestra economía.” (Lovato, 2013, p. 245).

4. Conclusiones y Recomendaciones.

4.1 Conclusiones.

Como se ha podido revisar a lo largo del presente trabajo, el mercado de valores es un espejo de la economía de un país, y conforme su desarrollo, este tiende a jugar un papel trascendental dentro de las economías locales. El fomentar una cultura de inversiones responsables y seguras es un deber del Estado, lo cual derivará necesariamente al mejoramiento económico de la nación, mas, es preciso que el estado, sobre todo en tiempos de recesión y desaceleración económica, busque estimular y fomentar las inversiones locales y fortalecer el sector privado, dado que esto conllevará necesariamente a la generación de empleo y recursos en nuestra nación.

Tal como se manifestó anteriormente, la titularización de activos es una herramienta bursátil muy importante dadas sus características, pues el establecer un patrimonio autónomo, el cual debe ser utilizado necesariamente para el fin previamente establecido, brinda seguridad de que se va a llevar a cabo su propósito, teniendo a consideración que el proceso de la titularización de activos conllevan un elevado nivel de garantías que debe realizar el emisor antes de poder negociar cualquier tipo de título valor en el mercado de valores ecuatoriano.

También como se puede comprobar a lo largo del presente ensayo, el elevado nivel de garantías requeridas por la ley y por los órganos de control, sumado a la crisis que enfrenta el estado ecuatoriano en la actualidad debido a la caída del precio del petróleo y la falta de acuerdos comerciales con nuestros vecinos, como es la falta de interés por parte del estado ecuatoriano en formar parte de la Alianza del Pacífico y poder entrar al Mercado Integrado Latinoamericano MILA han causado que esta útil herramienta financiera y bursátil caiga en desuso.

Finalmente podemos concluir que la titularización de activos es una alternativa viable para fomentar la inversión local, dado que esta herramienta es idónea para obtener liquidez, y por esta razón debe ser estimulada e incentivada por el estado

ecuatoriano en sus diferentes cuerpos normativos y órganos de control, dado los beneficios que ha demostrado tener esta útil herramienta como métodos alternativos de financiamiento, así como generar rentas a inversionistas dentro de inversiones seguras y respaldadas en activos.

4.2 Recomendaciones

Conforme se ha podido describir en este ensayo, la titularización de activos nace como un mecanismo de solvencia al emisor y así poder llevar a cabo varios modelos de gestión, encontrando financiamiento en el mercado de valores, el cual sin lugar a duda amplía su margen de acción dados los múltiples mecanismos crediticios que existen actualmente. Es por eso que podemos señalar las siguientes recomendaciones en base a la investigación previamente realizada:

Flexibilización de niveles de garantía establecidos para titularizaciones de activos.

La primera recomendación se puede afirmar en el hecho que es necesario estimular el crecimiento del sector privado dentro de nuestra economía, pues esta se encuentra en un periodo de desaceleración, motivo por el cual es fundamental fomentar el crecimiento de la empresa ecuatoriana, y una manera viable de estimular el financiamiento dentro del mercado de valores es fomentándolo con incentivos a los emisores, por lo cual se puede considerar que una manera viable de hacerlo es reduciendo el nivel de garantías establecidas para las titularizaciones de activos.

Simplificar el proceso de titularización de activos.

Otro problema al que debe hacer frente un emisor es a la dificultad de estructuración de un proyecto de titularización de activos (mucho más si se trata de una titularización de flujos futuros), lo cual puede resultar costoso y demorado,

teniendo en cuenta el gran componente financiero al que debe hacer frente, es por este motivo que también se puede recomendar buscar simplificar el proceso de titularización de activos y tener en cuenta las necesidades del emisor.

Difusión y capacitación por parte del órgano de control.

Finalmente, podemos recomendar la difusión de la titularización de activos como método de financiamiento, para lo cual se puede considerar conveniente que los diferentes actores del mercado de valores ecuatoriano, (particularmente la Superintendencia de Compañías al ser un órgano de control), periódicamente informen y capaciten a la población económicamente activa en general sobre los beneficios del mercado de valores, y particularmente de la titularización de activos como método de financiamiento alternativo, así logrando una mayor comprensión del mercado de valores ecuatoriano.

5. Referencias.

Álvarez, C. (2011). *BURBUJAS ECONÓMICAS: Las lecciones no aprendidas*. Recuperado el 04 de octubre de 2016 de <http://www3.upc.edu.pe/bolsongei/bol/29/750/burbujas.pdf>

Arias, R. (2008). *EL FIDEICOMISO MERCANTIL EN EL ECUADOR, ORIGEN, DESARROLLO Y VENTAJAS EN SU APLICACIÓN*. (Trabajo de graduación previo a la obtención del título de Magister En Asesoría Jurídica De Empresas). Universidad del Azuay. Recuperado el 18 de octubre de 2016 de <http://dspace.uazuay.edu.ec/bitstream/datos/3016/1/07036.pdf>

Bolsa de Valores de Quito. (2016). *El mercado de valores*. Recuperado el 11 de noviembre de 2016 de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores/>

Bolsa de Valores de El Salvador. (2012). *Titularización*. Recuperado el 3 de agosto de 2016 de <https://www.bolsadevalores.com.sv/titularizacion>

Cañizares, K. (2013). *El Contrato de Fideicomiso Mercantil en la Legislación Ecuatoriana*. Tesis para título de abogado. Recuperado el 7 de noviembre de 2016 de <http://dspace.ucuenca.edu.ec/bitstream/123456789/422/1/tesis.pdf>

Constitución de la República del Ecuador. (2008). Registro Oficial 449 de 20 de octubre de 2008 y Registro Oficial 490, Suplemento, de 13 de julio de 2011.

Código Orgánico Monetario y Financiero Ecuatoriano. (2014). Registro Oficial 332 de 12 de septiembre de 2014.

Codificación de resoluciones del Consejo Nacional de Valores. (2007). Registro Oficial Edición Especial 1 de 8 de marzo de 2007.

Cuellar, M.C y Parra, C. (2001). *Las ferias medievales, origen de documentos de comercio.* Recuperado el 16 de agosto de 2016 de http://www.uv.es/~dpujante/PDF/CAP1/A/Carmen_Cuellar_C_Parra.pdf

Ferrer, J. (S/A). *El nuevo régimen político. El territorio. Los hombres. La Economía. La Religión. Los príncipes sucesores.* Recuperado el 18 de octubre de 2016 de <http://www.uv.es/girha/documentos/manualroma.pdf>

GestioPolis.com Experto. (2002, Enero 8). ¿Qué es un fideicomiso?. Recuperado el 22 de noviembre de 2016 de <http://www.gestiopolis.com/que-es-un-fideicomiso/>

González,R. (2005) *El Fideicomiso.* Guayaquil: Edino

Lovato, J (2013). *Propuesta de reformas al mercado de valores ecuatoriano*. Recuperado el 04 de julio 2016 de http://www.usfq.edu.ec/publicaciones/iurisDictio/archivo_de_contenidos/Documents/iurisDictio_15/iurisdictio_015_012.pdf.

Macías, W. (2011) Titularización de Flujos Futuros en el Proyecto de Ley de Mercado de Valores. Recuperado el 24 de noviembre de 2016 de <http://blog.espol.edu.ec/elprofesorazul/2011/05/31/titularizacion-de-flujos-futuros-en-el-proyecto-de-ley-de-mercado-de-valores/>

Mayer, M. (2008). El mercader medieval y su contribución al cambio histórico. Recuperado el 28 de noviembre de 2016 de <https://hernanmontecinos.com/2008/08/12/el-mercader-medieval-y-su-contribucion-al-cambio-historico/>

Moore Stephens. (2011). El Fideicomiso de Titularización de flujos futuros como sujeto pasivo del Impuesto a la Renta. Recuperado el 9 de diciembre de 2016 de <http://ecuador.moorestephens.com/Fideicomiso.aspx>

Mosqueira, M. (2009). *Fideicomiso como herramienta financiera*. (Tesis de grado en Licenciatura de economía). Universidad Nacional de Mar del Plata. Recuperado el 17 de noviembre de 2016 de http://nulan.mdp.edu.ar/641/1/mosqueira_ma.pdf

Morales, J. (2012). *FUNCIONALIDAD DE LA BOLSA DE VALORES NACIONAL*. (Tesis para la obtención del título de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Universidad Rafael Landívar. Recuperado el 2 de diciembre de 2016 de <http://biblio3.url.edu.gt/Tesis/2012/07/01/Morales-Jose.pdf>

Ortuño, S. (2012). *El crack de 1929: la peor burbuja de la historia*. Recuperado el 28 de noviembre de 2016 de <http://www.pompeunomics.com/otros/historia-otros/el-crack-de-1929-la-peor-burbuja-de-la-historia/>

La República. (2016). *Lasso promete llevar al Ecuador a la Alianza del Pacífico*. Recuperado el 12 de diciembre de 2016 de <http://www.larepublica.ec/blog/politica/2016/04/14/lasso-promete-llevar-ecuador-alianza-pacifico/>

Ley Orgánica Para El Fortalecimiento Y Optimización Del Sector Societario Y Bursátil. (2014). Registro Oficial 249 de 20 de mayo de 2014.

Rodríguez, H. (2006). *APUNTES BÁSICOS EN MATERIA DE TÍTULOS VALORES*. Recuperado el 16 de diciembre de 2016 de <http://www.redalyc.org/pdf/1514/151413538004.pdf>

Salvador, M. (2008). *¿Qué es el fideicomiso mercantil?* Recuperado el 5 de diciembre de 2016 de <http://cywlegal.com/inter.asp?s=3&ss=8&n=113>

Sosa, C. (2016). *¿Ecuador está preparado para un petróleo a un precio de USD 20?*. Diario El Comercio. Recuperado el 24 de noviembre de 2016 de <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-preparados-petroleo-precio-petroecuador.html>

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2016). *BOLETÍN ESTADÍSTICO MENSUAL DE MERCADO DE VALORES*. Recuperado el 28 de septiembre de 2016 de <http://181.198.3.74:10039/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/MercadoCifras>

Superintendencia Financiera de Colombia. (2008). *Conceptos Básicos De Mercado De Valores*. Recuperado el 09 de noviembre de 2016 de <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/ConsumidorFinanciero/conceptosbasicosmv.pdf>

Terranova, I. (2011). *Fideicomiso como herramienta financiera*. Recuperado el 12 de diciembre de 2016 de http://bdigital.uncu.edu.ar/objetos_digitales/5189/terranovalfideicomisocomoherramientafinanciera.pdf.

Vargas, A. (2014). *Aplicación del Fideicomiso en Garantía como medio alternativo para garantizar el cumplimiento de obligaciones hipotecarias en el Ecuador*. Tesis previa a la obtención del Título de Abogado. Universidad Central del Ecuador. Recuperado el 11 de noviembre de 2016 de <http://www.dspace.uce.edu.ec/bitstream/25000/3482/1/T-UCE-0013-Ab-201.pdf>

Vázquez L. P., Ortega Cerecedo, E.M. 2004. Plan de Exportación de Adoquín Ecológico a Toronto, Canadá. Tesis Licenciatura. Administración de Empresas. Departamento de Administración de Empresas, Escuela de Negocios, Universidad de las Américas Puebla

Viteri, R. (2016). Un contrato de confianza. *Revista Guía empresarial del Fideicomiso*, Pág. 1. El Comercio