

## **El financiamiento de proyectos inmobiliarios de interés social a través del mercado de valores Ecuatoriano**

### **The financing of real estate projects of social interest through the Ecuadorian stock market**

Econ. Jackson Jiménez Cabrera

*Investigador Independiente*

Autor para correspondencia: [jacksonjimenez26@yahoo.es](mailto:jacksonjimenez26@yahoo.es)

Fecha de recepción: 25 de Noviembre de 2016 - Fecha de aceptación: 10 de Enero de 2017

#### **Resumen**

En las últimas décadas el sector inmobiliario y de la construcción se ha presentado como uno de los sectores más dinámicos en la economía nacional. Uno de los principales factores que ha generado este dinamismo ha sido la financiación de los proyectos inmobiliarios a través de los mercados financieros tradicionales. Sin embargo, no se puede negar que aún se presentan inconvenientes y limitantes en los que se ha enfrentado el sector inmobiliario en especial el de interés social entre ellos, el corto plazo para el pago de los préstamos y los costos de financiamiento de los proyectos, por lo que es necesario buscar diferentes fuentes de financiamiento e inversión entre ellas el mercado de valores. El mercado de valores canaliza los recursos financieros hacia las actividades productivas, a través de la compra y venta de documentación de valores en los ámbitos bursátil y extrabursátil principalmente en el mediano y largo plazo. Por esta razón, el mercado de valores es una alternativa para el sector real de la economía en condiciones más favorables a las que brinda el sector financiero tradicional.

**Palabras clave:** Proyectos inmobiliarios; financiamiento; mercado de valores

#### **Abstract**

In recent decades the real estate and construction sector have been presented as one of the most dynamic sectors in the national economy. One of the main factors that generated this dynamism has been the financing of real estate projects through traditional financial markets. However, no one can deny that disadvantages and limitations on those faced by the real estate sector in particular social interest among them are still present, the short term for repayment of loans and financing costs of projects, so it is necessary to look for different sources of financing and investment including the stock market. The stock market financial resources channeled towards productive activities, through the buying and selling of securities documents and off-exchange trading mainly in the medium and long term areas. For this reason, the stock market is an alternative to the real sector of the economy under more favorable conditions that offers the traditional financial sector.

**Key Words:** Real estate projects; financing; stock market

## **Introducción**

En los últimos años el mercado inmobiliario de interés social, el Ecuador ha experimentado un importante crecimiento sostenido, esto debido a diferentes factores entre ellos el sistema monetario de la dolarización de la economía; que ha propiciado una relativa estabilidad económica, lo que ha generado un clima favorable para la reactivación del sector de la construcción y ha facilitado el acceso a líneas de crédito de la banca tradicional tanto del sector público como el privado.

Por otro lado, existe escasa participación de proyectos de empresas inmobiliarias con financiamiento bursátil, esto por desconocimiento de los procesos de emisión, o por no contar con el personal especializado en el tema. Sin embargo, las empresas inmobiliarias que se han financiado por medio del mercado de valores han realizado operaciones en varias ocasiones, debido a los beneficios obtenidos con respecto al financiamiento bancario público y privado.

### **Objetivo de la investigación**

Determinar posibilidades de diversificación en los mecanismos de financiamientos de los proyectos inmobiliarios de interés social a través del mercado de valores.

### **Materiales y métodos**

La presente investigación comprende un análisis sobre el desarrollo del sector inmobiliario ecuatoriano durante los últimos años, mediante un enfoque explicativo, se inicia con una breve explicación del sector inmobiliario de interés social desarrollado en el Ecuador. Posteriormente, se detalla la composición y estructura del mercado de valores.

Por otro lado, se exponen las principales características de financiamiento de proyectos inmobiliarios de interés social a través del mercado de valores, las consideraciones para la evaluación, determinación y administración de los proyectos, seguido de la exposición a un modelo de proyecto inmobiliario de interés social financiado con el mercado de valores, específicamente el Fideicomiso Mercantil de Titularización de Cartera Hipotecaria “Volare”.

La recopilación de la información está basada en bibliografía de acuerdo a las últimas actualizaciones a la Ley de Mercado de Valores y al Código Civil Ecuatoriano considerados artículos jurídicos de un alto impacto en la citación. Además, se analizó información proporcionada por las principales instituciones económicas financieras gubernamentales.

### **Resultados y discusión**

Se considera inmuebles todos aquellos bienes considerados bienes raíces por tener de común la circunstancia de estar íntimamente ligados al suelo, unidos de modo inseparable, física o jurídicamente, al terreno, tales como las parcelas urbanizadas o no, casas, naves industriales, o sea, las llamadas fincas, en definitiva, que son bienes imposibles de trasladar o separar del suelo sin ocasionar daños a los mismos, porque forman parte del terreno o están anclados a él. Etimológicamente su denominación proviene de la palabra inmóvil.

En materia de derecho civil, la distinción entre bienes muebles e inmuebles lleva aparejada diferentes consecuencias jurídicas, entre las que cabe destacar, sin ánimo de exhaustividad, las siguientes:

- Los bienes inmuebles pueden ser inscritos en un Registro de la propiedad, lo que ofrece una mayor protección a los titulares de derecho sobre los mismos.
- Los bienes inmuebles son el principal objeto de la garantía hipotecaria.
- Los plazos de prescripción adquisitiva para los inmuebles son mayores que los exigidos para los bienes muebles.

Del mismo modo, el Libro II, Título I, Parágrafo 1o., Artículo 586, del Código Civil Ecuatoriano afirma que: los inmuebles, fincas o bienes raíces son las cosas que no pueden transportarse de un lugar a otro, como las tierras y minas, y las que se adhieren permanentemente a ellas, como los edificios y los árboles.

### **Desarrollo del sector inmobiliario en el Ecuador**

El proceso de desarrollo en el sector inmobiliario y de la construcción específicamente en proyectos de interés social, en las principales ciudades del Ecuador ha presentado situaciones y cambios, que han permitido ajustar el desarrollo de la industria en los últimos años.

El sector de la construcción, es uno de los principales sectores dinamizadores de la economía, ya que genera encadenamientos con diferentes ramas industriales y comerciales de una nación, en consecuencia es amplio su efecto multiplicador. La participación del Estado en esta actividad es a través de la inversión en obras de infraestructura básica, vial, recreación, deportes, educación entre otras, mientras que el sector privado participa en la rama edificadora (corporaciones, centros comerciales, etc.) o de viviendas (inmobiliarias).

Por consiguiente, el sector inmobiliario ecuatoriano ha enfrentado etapas críticas en las cuales se han producido ajustes permitiendo apalancar y retomar el crecimiento. La actividad inmobiliaria se ha desarrollado aceleradamente en los últimos años, sin embargo se han presentado periodos de lento crecimiento, pero existe bastante movimiento. Muestra de ello es ver las continuas edificaciones que se levantan en las principales ciudades.

El mercado inmobiliario ecuatoriano en una primera fase se encontraba en una etapa de consolidación de la empresa privada que se da a partir de los años ochenta hasta finales de los noventa, teniendo un decrecimiento significativo en la crisis económica de 1998. Esta etapa está caracterizada por el papel que asumió la banca privada como ente crediticio; introduciendo al mercado, préstamos financieros de largo plazo con un promedio aproximado de 15 años plazo para la compra de vivienda; y un direccionamiento hacia la clase media y alta.

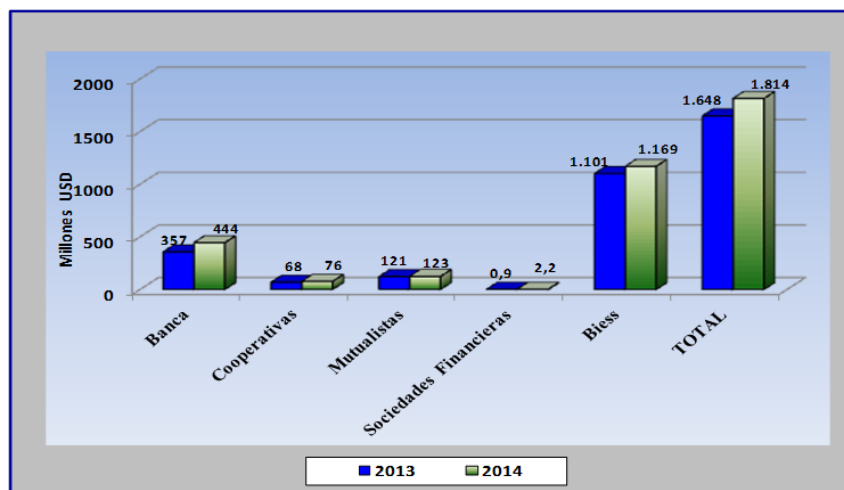
Como segunda etapa la estabilidad económica que tiene el país luego de la dolarización generó el fortalecimiento de las empresas inmobiliarias debido, entre algunos factores, al aumento en el volumen de divisas de los migrantes, cuyo interés estaba centrado en adquirir bienes inmuebles; y es a partir del año 2004, que el sector se consolida en su totalidad esto

principalmente por factores exógenos como variaciones sustanciales a la baja de la tasa de interés, permitiendo una mayor disponibilidad de recursos para el crédito hipotecario.

Otro factor importante es, el desarrollo de las actividades de comunicación y promoción lo que permitieron que el comprador se beneficie con mayores y mejores alternativas de información de los proyectos inmobiliarios, esto permitió el apalancamiento del crecimiento del sector, durante los años 2006 al 2008 principalmente en la ciudad de Quito, generando un periodo de excelentes resultados en las cifras.

Por otro lado, la oferta que impulsó la demanda estuvo compuesta por viviendas terminadas; es decir, casas, departamentos y suites listos para habitar como también terrenos, edificios de departamentos y casas en construcción. Las cifras demuestran que la preferencia de la ciudadanía es la vivienda terminada. Entre octubre del 2010 y octubre del 2011 el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (Biess) entregó unos USD 740 millones en préstamos hipotecarios (valor neto). De esta cifra, USD 611,5 millones fueron para vivienda culminada. Los otros USD 128,5 millones fueron para construcción de vivienda, reparación, remodelación, sustitución de hipoteca o compra de terrenos.

Por su parte, el creciente volumen de crédito hipotecario, facilitado por las instituciones financieras públicas y privadas, ha sido un catalizador determinante para el sector inmobiliario. Las estadísticas financieras demuestran que de un total de USD 1,648 millones pasó a USD 1,814 millones durante el período 2013 a 2014 respectivamente, siendo el Biess el mayor prestamista hipotecario, beneficiando a cerca de 85.000 familias, con un monto total desembolsado que supera los USD 1.000 millones destinados principalmente para la adquisición de terrenos y vivienda terminada. Es así que, a finales del 2014 el Biess entregó un aproximado de USD 1.169 millones registrándose como uno de los principales facilitadores en la entrega de crédito hipotecario, seguido por la banca privada con USD 444 millones, como se detalla en el grafico siguiente.



**Gráfico No 1. Volumen entregado de Crédito Hipotecario por Tipo de Institución Financiera en Millones USD Período 2013 – 2014**

Fuente: Banco Central del Ecuador, Sección estadísticas, [www.bce.fin.ec](http://www.bce.fin.ec)

## Mercado de Valores: Los Productos Bursátiles

Son todos aquellos productos y derivados financieros, que son aceptados formalmente como valores en circulación admitidos a cotización en bolsa, es decir que son todos los productos que se comercializan dentro de las bolsas de valores mundiales. Los precios de estos productos están determinados por la Ley de la oferta y la demanda.

- A nivel internacional los principales productos bursátiles son los siguientes:
- Documentación de valores: Se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores. Este derecho puede estar representado en títulos o en registros contables o anotaciones en cuentas.
- Índices financieros: Reflejan las variaciones y evolución en el tiempo, los precios de los títulos cotizados en el mercado de valores.
- Divisas: También conocido como mercado cambiario o forex, es la moneda de otro país libremente convertible en el mercado cambiario, en otras palabras es el conjunto de mecanismos que facilitan la conversión de monedas.
- Commodities: Son los productos derivados (materias primas) que se comercializan en el mercado de valores. Este tipo de bienes son genéricos, es decir, no se tiene una diferenciación entre sí.

### **La Documentación de Valores**

La Ley de Mercado de Valores ecuatoriana en el Título I, artículo 2, considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo, entre otros, acciones, obligaciones, bonos, cedulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra o venta, valores de contenido crediticio de participación y mixto que provengan de procesos de titularización y otros que determine el Consejo Nacional de Valores.

Existen varias clasificaciones de los documentos de valores, entre ellos tenemos: Según su naturaleza, según la designación o no del titular, según el tiempo de vigencia, según el emisor y según la renta que generan.

### **Financiamiento de Proyectos inmobiliarios de interés social a través del Mercado de Valores**

Entre los principales mecanismos de financiamientos para los proyectos inmobiliarios en el mercado de valores se encuentran la titularización y el fideicomiso mercantil.

### **La Titularización**

Proceso mediante el cual se transforma en títulos valores, los derechos que poseen una o varias personas sobre uno o más bienes que tienen la capacidad de generar un flujo de caja estable y predecible en el tiempo. El objetivo fundamental es que a partir de transformar activos en títulos valores, estos sean susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado de valores.

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

- Valores representativos de deuda pública;
- Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores;
- Carteras de crédito;
- Inmuebles;
- Bienes o derechos existentes que posea el originador, susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones, según corresponda;
- Derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas; y,
- Proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones, según corresponda.

### **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 a 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 efecto de distinguirlo de otros que mantenga el fiduciario con ocasión de su actividad.

El contrato de fideicomiso deberá otorgarse mediante escritura pública. La transferencia de la propiedad a título de fideicomiso se efectuará conforme las disposiciones generales previstas en las leyes, atendiendo la naturaleza de los bienes.

El fideicomiso mercantil tendrá un plazo de vigencia o, podrá subsistir hasta el cumplimiento de la finalidad prevista o de una condición. La duración del fideicomiso mercantil no podrá ser superior a ochenta años, salvo los siguientes casos:

- a) Si la condición resolutoria es la disolución de una persona jurídica; y,
- b) Si los fideicomisos son constituidos con fines culturales o de investigación, altruistas o filantrópicos, tales como los que tengan por objeto el establecimiento de museos, bibliotecas, institutos de investigación científica o difusión de la cultura, o de aliviar la situación de los interdictos, los huérfanos, los ancianos, minusválidos y personas menesterosas, podrán subsistir hasta que sea factible cumplir el propósito para que el que se hubieren constituido.

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

### **Consideraciones para la evaluación, determinación y administración del financiamiento de proyectos inmobiliarios.**

Las decisiones de llevar a cabo o no la ejecución de un determinado proyecto inmobiliario de interés social, se encuentra basado en la evaluación económica del proyecto, es decir el retorno sobre la inversión que este tenga una vez concluido; y a su vez el nivel de éxito del proyecto está íntimamente relacionado con la manera en que se encuentre financiado.

Para la evaluación de un proyecto se requiere de datos cuantitativos y cualitativos que reflejen la realidad, datos que resulten de análisis previos técnicos, comerciales y financieros.

Las principales formas de evaluar un proyecto o empresa son:

- a) Contabilidad: En los estados financieros el valor de un proyecto está dado por su valor en libros. A través de diferentes ratios se estudian los indicadores económicos de la empresa.
- b) Flujos de Caja y Valor Actual Neto: Requiere la proyección de ingresos y egresos de dinero del proyecto.

### **Indicadores del Flujo de Caja**

- a) **Valor Actual Neto (VAN):** Es el valor presente de todos los cobros y pagos derivados de una inversión en activos financieros, que se actualiza en base a un determinado tipo de interés acorde con su riesgo implícito y suponiendo que dichos pagos o cobros se reinvierten o financien al mismo tipo de interés que el utilizado para el cálculo hasta la fecha de vencimiento del título. Este criterio plantea que el proyecto debe aceptarse si su valor actual neto (VAN) es igual o superior a cero, donde el VAN es la diferencia entre todos sus ingresos y egresos expresados en moneda actual.
- b) **Tasa Interna de Retorno (TIR):** Tasa que iguala los flujos de ingresos y egresos futuros de la inversión. Corresponden a la rentabilidad que obtendría un inversionista de mantener la inversión hasta el final, bajo el supuesto que reinvierte los flujos de ingresos a la misma tasa. El criterio de la tasa interna de retorno (TIR) evalúa el proyecto en función de una única tasa de rendimiento por periodo, con la cual la totalidad de los beneficios actualizados son exactamente iguales a los desembolsos expresados en moneda actual.
- c) **Periodo de Recuperación de Capital (Pay Back):** Criterio mediante el cual se determina el número de periodos necesarios para recuperar la inversión inicial, resultado que se compara con el número de periodos aceptables por la empresa.
- d) **Rendimiento sobre la Inversión (ROI):** Índice o razón financiera que compara el beneficio o la utilidad obtenida en la relación a la inversión realizada, es decir representa una herramienta para analizar el rendimiento que la empresa tiene desde el punto de vista financiero.

## **Modelo de Proyecto inmobiliario social financiado con el mercado de valores: Caso Fideicomiso Mercantil de Cartera Hipotecaria “Volare”**

El Fideicomiso Mercantil de Titularización de Cartera Hipotecaria de la Urbanización Volare, administrado por la Administradora de Fondos Admunifondos S.A. (Administradora Municipal de Fondos y Fideicomisos Sociedad Anónima de la Municipalidad de Guayaquil), fue constituido por la Compañía Furoani Obras y proyectos S.A., mediante escritura pública celebrada el 11 de abril del 2007, e inscrito en el Registro del Mercado de Valores el 04 de junio del 2007, adicionalmente, en esa misma fecha obtuvo registro que le permitió actuar como emisor de títulos valores de contenido crediticio. El Fideicomiso es administrado por la Administradora de Fondos Admunifondos S.A. (Administradora Municipal de Fondos y Fideicomisos Sociedad Anónima) a quien se le denomina “Agente de manejo “con domicilio legal en la ciudad de Guayaquil.

El fideicomiso tiene por finalidad implementar un proceso de titularización basado en la cartera transferida y aportada por el Constituyente (Originador), para que posteriormente dichos títulos sean colocados en el mercado bursátil. El objetivo de la titularización es que el Originador obtenga una fuente alterna de financiamiento para la ampliación de las operaciones de su giro ordinario.

La Constituyente transfirió al Fideicomiso, con responsabilidad y sin reserva ni limitación alguna, cartera por un monto autorizado de US\$ 2'437.815 y con ello el derecho de percibir los flujos generados por dicha cartera. Con este aporte el fideicomiso inicio sus operaciones.

Las obligaciones de la Administradora del Fideicomiso son de medio y no de resultado, pero responderá hasta de la culpa leve en el desarrollo de su gestión; no obstante, las actividades son desarrolladas cumpliendo las instrucciones establecidas en el contrato.

### **Base Legal**

De acuerdo al Art. 1 de la Ley de Mercado de Valores, se establece como ente regulador de los fideicomisos al Consejo Nacional de Valores y como ente de control a la Superintendencia de Compañías y Valores.

Conforme a la citada Ley y sus Reglamentos, el Fideicomiso Mercantil de Titularización de Cartera Hipotecaria Volare está dotado de personería jurídica, siendo la Administradora su representante legal, quien ejercerá tales funciones de conformidad con las instrucciones señaladas por el Constituyente en el correspondiente contrato.

Así mismo el Fideicomiso 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 de la Administradora, en atención a las instrucciones señaladas en el contrato.



## **Políticas de gestión de riesgos**

### **Factores de riesgo**

La gerencia administrativa y financiera de la administradora fiduciaria es la responsable de monitorear constantemente los factores de riesgo más relevantes para el fideicomiso, en base a una metodología de evaluación continua se administra una serie de procedimientos y políticas desarrolladas para disminuir su exposición al riesgo frente a variaciones de inflación.

### **Riesgo de crédito**

El Fideicomiso se ve expuesto a un riesgo bajo, debido a que la recuperación de su cartera es alta.

## **Convenios y Contratos: Fideicomiso Mercantil de Garantía de Titularización “Volare”**

El Fideicomiso Mercantil de Garantía de Titularización “Volare” fue creado mediante escritura pública celebrada el 11 de abril del 2007. Los constituyentes de este fideicomiso son la compañía Furoani Obras y Proyectos S.A. (constituyente A) y la compañía Morgan & Morgan, Fiduciary & Trust Corporation S.A. Fiduciaria del Ecuador (constituyente B y C) y el beneficiario acreedor es el Fideicomiso de Titularización de Cartera Hipotecaria Volare. Este fideicomiso tiene como finalidad garantizar el cumplimiento de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas con quienes se colocó los valores producto de la titularización.

Para el cumplimiento de la finalidad del Fideicomiso, la Constituyente transfirió en propiedad y a título de Fideicomiso Mercantil de Garantía, lo siguiente:

- La suma de US\$ 1,000 para constituir el fideicomiso.
- Las unidades habitacionales que forman parte de la urbanización Volare.
- Las unidades habitacionales y los recursos que pudiera transferir en el futuro la Constituyente.

Sobre los bienes aportados, el Fideicomiso debe constituir a favor del Beneficiario Acreedor, hipotecas abiertas sobre cada uno de los bienes fideicomisos en virtud de la fianza solidaria otorgada por Furoani Obras y proyectos S.A. a favor del Fideicomiso de Titularización de Cartera Hipotecaria Volare.

## **Conclusiones y recomendaciones**

El sector inmobiliario ecuatoriano durante los últimos años ha experimentado un crecimiento sostenido, cuya bonanza se refleja en cada una de las edificaciones que se levantan día a día en las ciudades y en los innumerables proyectos habitacionales que se construyen a sus alrededores, teniendo ambos una gran acogida por parte de la población.

En las principales ciudades del país como Guayaquil, Quito y Cuenca, se ha registrado un despliegue de nuevos proyectos inmobiliarios que han convocado al ciudadano con capacidad de

pago a centrar su interés económico en invertir en vivienda, oficina o local comercial, lo que ha conformado una realidad muy dinámica en los últimos años.

La titularización inmobiliaria permite al empresario contar con un importante recurso de manera inmediata; además que facilita al inversionista negociar el título en el mercado bursátil con mayor facilidad y agilidad de lo que implica vender un bien inmueble.

Incursionar en el mercado de valores puede ser considerado una alternativa rentable de financiamiento, ya que es una forma de ahorrar a mediano y largo plazo, sin embargo este sector es elitista porque son pocas las empresas y en especial las inmobiliarias las que participan en él.

### **Bibliografía**

Banco Central del Ecuador. Sección estadística. [www.bce.fin.ec](http://www.bce.fin.ec)

Código Civil Ecuatoriano. (2013). Ediciones legales. Quito.

Informes auditados a los estados financieros. (31 de 12 de 2015). Fideicomiso Mercantil de Titularización de Cartera Hipotecaria Volare. Guayaquil.

Ley de Mercado de Valores Ecuatoriana (2014). Ediciones Legales. Quito.

s.n. (2011). Burbuja inmobiliaria, percepción o realidad. Revista Del IDE Business School.

Perspectivas. Obtenido de <http://investiga.ide.edu.ec/index.php/burbuja-inmobiliaria-percepcion-o-realidad>

Sapag, N., & Sapag, R. (2000). Preparación y Evaluación de Proyectos (pp. 293-320). Santiago. Chile.

Mc Graw Hill,