

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE JURISPRUDENCIA Y CIENCIAS SOCIALES
ESCUELA DE CIENCIAS JURÍDICAS



LA TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES COMO MEDIO DE FINANCIAMIENTO,
COMPARACIÓN CON EL DERECHO MEXICANO Y ECUATORIANO.

CURSO DE ESPECIALIZACIÓN EN DERECHO BURSÁTIL.

TRABAJO DE GRADO PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADA (O) EN CIENCIAS JURÍDICAS

PRESENTADO POR
VERÓNICA IVANIA ORDÓÑEZ GRANDE.

DOCENTE ASESORA
DRA. ALICIA ZELAYA QUINTANILLA.

CIUDAD UNIVERSITARIA, SAN SALVADOR, NOVIEMBRE DE 2024

Resumen

La titularización de inmuebles como medio de financiamiento, abordado desde el derecho comparado, es ciertamente difícil de abarcar con todos los países, que utilizan esta figura, ya sea porque no poseen suficiente normativa que lo regule o incluso no se ha regulado en su totalidad, o porque no sea usado con frecuencia por lo cual no se posee documentación al respecto, hemos podido estudiar las normativas de países como México y Ecuador, seleccionamos estos países, ya que después de observar, son los que, en el caso de México, introdujeron mucho antes esta figura y emitieron su legislación, Ecuador por su parte, no la introdujo al mismo tiempo, pero si antes que nuestro país, y le da variedad de parámetros para su implementación y aplicación, en nuestro país, introducida más tarde en el año 2007 y se empieza a utilizar en 2018, con los primeros proyectos, los cuales en su mayoría son para complejos de uso mixto y en especial para comercio, enfocado en centros comerciales y oficinas, mientras que a los que se le incluyen el uso habitacional, van dirigidos a apartamentos de lujo. En relación a esto identificamos que para el sector al que es dirigido este tipo de proyecto es para personas de un estrato social superior al del salvadoreño promedio, si bien es cierto, se utiliza para obtener financiamiento, liquidez inmediata para el desarrollo de los complejos, también debería poder realizarse proyectos en los que se les pueda dar la oportunidad a los salvadoreños.

Las empresas con amplia trayectoria en nuestro país como Ricorp titularizadora, HENCORP titularizadora y Atlántida Titularizadora, quienes como primeros movimientos en el ámbito de la titularización, realizaron titularizaciones de activos, ya que se emite la LTA inicialmente regulando este tipo, sin embargo con la evolución misma de la figura, incursionan en las Titularizaciones de Inmuebles, emitiendo y administrando varios proyectos, con éxito y buena rentabilidad para los inversionistas participes del fondo.

Abstract.

The titling of real estate as a means of financing, approached from comparative law, is certainly difficult to cover all the countries that use this figure, either because they do not have sufficient regulations to regulate it or it has not even been regulated in its entirety, or because is not used frequently, which is why there is no documentation in this regard, we have been able to study the regulations of countries such as Mexico and Ecuador, we selected these countries, since after observing, they are the ones that, in the case of Mexico, introduced much earlier. This figure and issued its legislation, Ecuador, for its part, did not introduce it at the same time, but before our country, and it gives a variety of parameters for its implementation and application, in our country, introduced later in 2007 and It began to be used in 2018, with the first projects, which are mostly for mixed-use complexes and especially for commerce, focused on shopping centers and offices, while those that include residential use are aimed at to luxury apartments. In relation to this, we identified that for the sector to which this type of project is directed, it is for people from a higher social stratum than the average Salvadoran, although it is true, it is used to obtain financing, immediate liquidity for the development of the complexes, Projects should also be able to be carried out in which Salvadorans can be given the opportunity.

Companies with extensive experience in our country such as Ricorp securitizer, HENCORP securitizer and Atlántida securitizer, who as first movements in the field of securitization, carried out securitization of assets, since the LTA is issued initially regulating this type, however with the evolution Same as the figure, they venture into Real Estate Securitization, issuing and managing several projects, with success and good profitability for the investors participating in the fund.

INTRODUCCIÓN.

En el presente artículo, abordaremos la Titularización de Inmuebles como medio de financiamiento empresarial en El Salvador. Para iniciar, definiremos ¿Qué es financiamiento? Nos referimos al proceso por el cual una persona o empresa capta fondos. Así, dicho recursos podrán ser utilizados para solventar la adquisición de bienes o servicios, o para desarrollar distintos tipos de inversiones.”¹ Es decir, que es cuando una empresa busca la manera de obtener recursos para utilizar en proyectos o para ampliar su capacidad económica para incursionar en un giro diferente al original.

De la infinidad de opciones de financiamiento, llámense créditos bancarios, inversiones privadas, etc., un nuevo método que genera curiosidad en el ámbito empresarial, es la Titularización, originada en los Estados Unidos en el año 1938, a raíz de la baja en el mercado bursátil en los años 70's. En Estados Unidos, la titularización, es dividida en dos ramas que eran las ABS (Assets Backed Securities), encargadas de la titularización de activos y las MBS (Mortgage Backed Securities)², encargadas de las titularizaciones de créditos hipotecarios; la cual podríamos considerarla, el origen de lo que hoy conocemos como Titularización de Inmuebles. Conforme los años pasaron esta figura fue adoptada en muchos países como, por ejemplo: En el año 1993, España, comienza a implementar la titularización, con el objetivo de bajar el costo en el financiamiento de créditos para adquirir viviendas; por otro lado, en Colombia, en este país, lo primeros intentos de su implementación, son visibles en el año 1905, teniendo mayor relevancia hasta los años 1992 y 1997.

En nuestro país, el proceso de titularización, es incorporado por primera vez, en el año 2007 con la emisión de la Ley de Titularización de Activos, la cual se presenta como nueva opción de financiamiento, para las empresas: la titularización de activos y la titularización de inmuebles; hoy en día, de ambos tipos, el que mayor presencia tiene en El Salvador, es la Titularización de Activos; a pesar de esto ya se han desarrollado Titularizaciones de Inmuebles, aunque son pocos proyectos que se conocen, por ejemplo: Millenium Plaza, ubicado en Paseo General Escalón 3675, San Salvador, el cual es un complejo de uso mixto, lo que significa, que está diseñado para un uso variado, tanto habitacional, oficinas y comercio, todo esto en un solo espacio, sin genere interferencias entre ellos, realizado por RICORP, titularizadora; Park Tower, ubicado en Boulevard Cuscatlán Lomas de Santa Elena Sur, Nuevo Cuscatlán, el cual es un edificio de un solo uso, habitacional, que consiste de dos edificios, de seis tipos de apartamentos diferentes, realizado por HENCORP titularizadora.

¹ <https://economipedia.com/definiciones/financiacion-o-financiamiento.html>

² Boletín económico, Titularización de activos: aspectos básicos y su implementación en El Salvador, Ricardo Contreras, BCR.

Con la entrada en vigencia de la Ley de Titularización de Activos, que en su artículo 46, establece la base de la Titularización de Inmuebles, expresa, que se podrán realizar siempre y cuando sean con el fin de obtener financiamiento para el desarrollo, construcción o ampliación de proyectos inmobiliarios. Por lo que se define a la Titularización de Inmuebles como: “El proceso de la Transferencia de Bienes Inmuebles a un patrimonio autónomo con el propósito de emitir a su cargo valores de oferta pública.”³Esto significa, que la empresa interesada en obtener este tipo de financiamiento, debe poseer inmuebles construidos o el terreno, en donde se desee realizar la construcción y desarrollo de proyectos inmobiliarios, según sea el fin del Fondo de Titularización. Obviamente, estas bases deben cumplir una amplia gama de requisitos para ser aceptadas y constituirse así, parte del mismo Fondo.

Los entes reguladores de este tipo de Titularizaciones son: el Banco Central de Reserva (BCR) y la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF), las cuales, emiten normas técnicas para la Titularización de Inmuebles en El Salvador, quienes establecen, como mencionamos, los requisitos que deben cumplir los inmuebles que conformarán el Fondo de Titularización, la definición de los participantes de la Titularización de Inmuebles, el contenido del contrato de Fondos de Titularización de Inmuebles; así mismo, divide los tipos de inmuebles a considerar parte del fondo: Inmuebles Construidos e Inmuebles por Construirse, ya que el tratamiento y requisitos para cada uno de ellos, son diferentes. Y son estos mismos quienes dan los lineamientos a seguir en la constitución de las Titularizadoras en el país, ya que en la actualidad solo existen tres legalmente constituidas y son HENCORP, RICORP y TITULARIZADORA ATLÁNTIDA.

³ NDMC-20 NORMAS TÉCNICAS PARA LOS FONDOS DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES, art. 5

CAPÍTULO I: ANTECEDENTES DE LA TITULARIZACIÓN.

ORÍGENES DE LA TITULARIZACIÓN.

El término Titularización o Titulización, es la traducción al español del término “Securitización”, según el Diccionario de Ciencias Económicas-Administrativas es: “Operación por la que una entidad transforma un activo no negociable, generalmente un préstamo, en un título que sí es negociable en el mercado secundario, y que, por tanto, puede ser adquirido por los inversores directamente.”⁴. Otros autores lo definen como: “el proceso mediante el cual se agrupan las cuentas por pagar, préstamos u otros activos financieros para emitir títulos de deuda”.⁵

Este mecanismo surge en Estados Unidos, a raíz de la depresión del año 1929, y no es hasta el año 1938 en el que se crea la Federal National Mortgages Association (FNMA); y a su vez es dividido en Assets Backed Securities y Mortgage Backed Securities, con el fin de poder concentrarse en el manejo de los activos susceptibles de titularización, en donde los primeros se encargaban de activos, es decir las deudas u otro tipo de activos con los que cuentan las empresas y los segundos, de los créditos hipotecarios, lo que hoy conocemos Titularización de Inmuebles, se aplicaba de esa manera, con la idea de impulsar el mercado inmobiliario, ya que se daba, en esa década, una desigualdad entre los plazos e interés de los créditos hipotecarios. En Estados Unidos, ambos tipos de Titularización generaron un alto impacto a la economía de esa época y hasta la fecha, en ese país es uno de los métodos de financiamiento más utilizado.

Sin embargo, en España, la Titularización surge en el año 1992 con la modificación de los créditos hipotecarios a rentas fijas, lo cual era realizado por fondos de Titularización Hipotecarios. Otro país que podemos mencionar con la implementación de la Titularización es, en Inglaterra, la cual inició con la Titularización de carteras hipotecarias por medio de sociedades especializadas, las carteras titularizadas eran aquellas que generaban intereses mensuales con amortizaciones de capital al finalizar la hipoteca, siendo uno de los países que, con el paso de los años y la evolución del mercado, presenta mayor presencia en el ámbito de las titularizaciones. Como último ejemplo, a mencionar, tenemos a Francia, quien comienza a incorporar este medio de financiamiento con la creación de Fondos comunes, de los cuales se emitían títulos de propiedad, y regulan a su vez la Titularización de Activos, determinando los mecanismos y estructura de los mismos.

LA TITULARIZACIÓN EN LATINOAMÉRICA.

Los primeros avistamientos de esta figura en nuestra región, los encontramos en países como: Perú, Argentina, México y Colombia; siendo estos últimos, quienes

⁴ Diccionario de Ciencias Económico-Administrativas GUSTAVO ALFONSO CÁRDENAS CUTIÑO, Universidad de Guadalajara

⁵ LA TITULARIZACIÓN Juan Antonio Buendía Sardón

poseen, en materia de titularización de inmuebles netamente, mayor información y regulación.

Iniciando con Perú, que adopta la figura mediante el uso de fideicomisos, mediante sociedades con propósitos especiales o previamente aprobados por el ente regulador, en este caso, CONASEV, en donde los fiduciarios son las Sociedades Titularizadoras.

Luego tenemos a Argentina, de la cual en 1995 emite la “Ley de Financiamiento de la vivienda y Construcción” quienes, al igual que Perú, lo denominan como “Fideicomiso Financiero”, en la cual esta figura relacionaba la titularización, mediante la emisión de certificados de participación, que eran garantizados con los bienes del Fideicomiso.⁶ En Colombia, sin embargo, podemos notar que, desde un inicio, fue denominada como Titularización, y es que, en el año 1905, al emitir la Ley 50, se habilita la emisión de títulos que representen derechos sobre inmuebles, con la evolución de la legislación colombiana, se pasó desde designar al vigilante de las titularizaciones, que era la Superintendencia Bancaria. Sin embargo en la práctica la titularización de inmuebles se implementó hasta 1992, sin embargo no se contaba en ese momento con la regulación necesaria, pese a ello, el primer proyecto de titularización se da en 1993, cuando se titulariza el piso 11 y 12 del edificio ING. Lastimosamente, no genera los resultados esperados y es así como se da una división de la titularización, con la promulgación de nuevas leyes, que aseguraban únicamente la emisión de títulos cuyo respaldo sea una cartera hipotecaria, para poder incluirlos en el mercado de capitales. Finalmente, México, quienes, con respecto a la Titularización de Inmuebles, como tal poseen dos tipos: el primero, que corresponde al sector vivienda, es decir, está enfocada en la emisión de bonos respaldados por hipotecas, adquiridas a los bancos; y la segunda, enfocada a inversiones en inmuebles productos y en infraestructuras, las cuales son empaquetadas, es decir, agrupadas en portafolios de inversión y es de estos que se emiten títulos que son ofertados en la bolsa de valores.

TITULARIZACIÓN EN EL SALVADOR.

Incorporada con la promulgación de la “Ley de Titularización de Activos”, emitida en 2007, presenta esta nueva forma de obtener financiamiento, a las empresas indistintamente del rubro al que se dediquen, separando la Titularización de Activos y la Titularización de Inmuebles, en nuestro país, la que mayor uso presenta es la primera; ya que en el artículo 46 de Ley de Titularización de Activos expresa que “los Fondos de Titularización de Inmuebles, se integrarán cuando el objeto de este proceso de Titularización sea, indistintamente, el financiamiento, desarrollo, construcción, rendimiento o ampliación de proyectos inmobiliarios [...]”⁷. Es en ese sentido que, se tiende a recurrir con menos frecuencia a este tipo de financiamiento.

⁶ López Gutiérrez, Miguel Ángel, y Raúl Arnoldo García. *Procedimientos para implementar la Titularización como alternativa de financiamiento para las Empresas Industriales del Departamento de San Salvador, El Salvador*. San Salvador: Universidad de El Salvador, 2010.

⁷ Ley de Titularización de Inmuebles, art 46

Sin embargo, la ley también señala que se emitirán Normas Técnicas, a cargo de la Superintendencia del Sistema Financiero, la cual cumpliendo con su nombramiento emite en 2008 la norma técnica RCTG-13/2008 “Norma para la Titularización de Inmuebles”; y en 2019 la norma técnica NDMC-20 “Normas Técnicas para los Fondos de Titularización de Inmuebles”, normativas específicas, que engloba y regula cada aspecto de las Titularizaciones de Inmuebles.

Pese a tener normas técnicas, el proceso de Titularización, tanto de Activos como de Inmuebles, se rige por otras normas, de entre las cuales podemos mencionar, las siguientes:

- **Ley de titularización de activos:** que es la normativa principal de este tipo de financiamiento, quien establece quienes son los obligados a cumplir esta ley, es la que define los participantes en los procesos de titularización, el proceso mismo, los requisitos de los objetos susceptibles de titularización.

- **Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero:** esta normativa es aplicable a la titularización, ya que es una actividad realizada por entes que forman parte del sistema financiero. Esta ley señala la conformación del sistema, el cual está compuesto por la SSF y el BCR.

- **Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta:** la aplicabilidad de esta ley es evidente, ya que la manera en cómo se negocian los fondos de titularización, ya sea de activos o inmuebles, es mediante la Bolsa de valores, por lo cual, tal como lo dice el artículo primero, de esta ley, es de carácter obligatorio su representación mediante anotaciones electrónica en cuenta.

- **Ley de impuesto sobre la renta:** es aplicable en relación a las ganancias generadas en cada emisión del fondo de titularización, para los inversionistas y los originadores.

- **Ley del impuesto a la transferencia de bienes muebles y a la prestación de servicios:** podemos decir, que está mayormente vinculada a la titularización de inmuebles, ya que, al utilizarlos en esta figura, se vuelven, títulos valores.

- **Normativa Técnica Aplicable al Proceso de Titularización de Activos:** para este se han emitido varias normas, para su desarrollo, de las cuales podemos mencionar: NDMC-29: Norma para la determinación de los requisitos y características mínimos que deben de poseer los Activos Susceptibles de Titularización; NDMC-28: Norma sobre el contenido mínimo del contrato de titularización y su inscripción en el registro Público Bursátil; NDMC-31: Norma para el Manejo de recursos de un Fondo de Titularización por parte del Representante de Tenedores de Valores, antes de su integración total; entre otras⁸.

- **Norma para la Titularización de Inmuebles:** la cual determina lo aplicable a este tipo de titularización, explica su funcionamiento, los participantes principales, los requisitos que estos deben cumplir para validar su participación.

⁸<https://www.bcr.gob.sv/regulaciones/mercados.php?mercado=4&pagina=1&¶m=f348a62f972846fd487f13e5821725b3&idEntidad=35&tipoRegulacion=9&palabra=&buscar=buscar> Normas del Banco Central de Reserva.

- **Norma para la presentación del servicio de custodia de activos titularizados y para la información que deberá proporcionarse por quienes lo presten.**
- **Norma para la autorización de constitución e inicio de operaciones de Sociedades Titularizadoras y para la autorización de su registro en el Registro Público Bursátil.**
- **Norma para la determinación de los requisitos mínimos que deben contener los Contratos de Administración de los Activos Titularizados y para la respectiva aprobación de los mismos por parte de la Superintendencia.**
- **Norma sobre requisitos mínimos para el reconocimiento de registros de peritos valuadores de activos inmuebles y para la calificación de peritos valuadores de activos mobiliarios y financieros, que pretendan ser transferidos a un fondo de titularización.**
- **Código Tributario.**
- **Código de Comercio:** ya que los fondos que integran el fondo de titularización se convierten en títulos valores negociables en la bolsa de valores, en ciertos casos, que son más evidentes en la titularización de activos, se aplican algunos parámetros establecidos en esta normativa.

De los amplios instrumentos que nuestro sistema normativo engloba, hemos mencionado los que en general son aplicables en la titularización, tanto de activos como de inmuebles, sin embargo, se pueden añadir más instrumentos normativos, al enfocarnos en la investigación de un tipo de titularización. En el estudio que desarrollamos, veremos que dependiendo del tipo y uso que se le quiera dar al proyecto de construcción o al inmueble, que forme parte del fondo de titularización, puede incluirse la normativa municipal, esto en base a los tributos que pagaría el proyecto, cuando esté en funcionamiento, además de la ley de la OPAMSS, que regula los permisos de construcción requeridos para los diferentes proyectos que se pueden realizar en nuestro país, y los lineamientos que deben seguir para su aprobación.

Sin embargo, depende de la regulación que cada país tiene, para obtener resultados óptimos y poder evidenciar un incremento en el ámbito financiero para los participantes en este modelo de financiamiento, el cual podremos estudiar en los próximos apartados, enfocándonos en países de la región y países europeos.

ACTORES DE LA TITULARIZACIÓN EN EL SALVADOR.

La legislación vigente en nuestro país, enmarca los participantes, para ambos tipos de Titularización. El proceso de Titularización de Inmuebles, se presentan diferentes participantes, esto varía según la estructuración del Fondo de Titularización y el tipo de Inmueble que lo conforman, sin embargo, los participantes más recurrentes son:

- **El Originador:** es quien posee los activos, que según la LTA, son aptos para ser parte del fondo de titularización.

- **Titularizadora o Administradora:** es la entidad encargada del manejo del fondo de titularización, esta sociedad, debe estar debidamente constituida y aprobada por los entes reguladores, y son los que tienen una mayor relación entre los originadores y los inversionistas.
- **Estructurador:** en nuestro país muchas veces las mismas sociedades titularizadoras son las encargadas de diseñar las emisiones y tramos que se puedan estipular.
- **Colocador:** esta función en nuestro país está a cargo de las casas corredoras de bolsa, las cuales siguen lo estipulado en el contrato del fondo de titularización y que se publica en el prospecto.
- **Inversionista:** es la persona a quien se dirigen las emisiones y el objetivo del mismo fondo, es decir, es la persona que adquiere las emisiones que genera la titularizadora.
- **Representante de los Tenedores:** es quien verifica que se desarrolle correctamente el proceso de titularización, cumpliendo los estatutos que determina la ley y las normas técnicas emitidas para la titularización.
- **Bolsa de Valores:** es el medio por el cual se negocian las emisiones generadas por la titularizadora, y donde los inversionistas pueden adquirirlos.
- **Sociedades de Depósito y Custodia:** son entidades que reciben los títulos valores y velan por el buen manejo de los mismos
- **Sociedades Clasificadoras de Riesgo:** es la encargada de brindar una calificación al título que se emite, es decir, después de un estudio se determina que tan confiable es la emisión del mismo, esto con el fin de dar seguridad al inversionista de la adquisición del mismo.

Mediante se realice la Titularización, pueden agregarse más participantes, ya que, si el fondo se conforma por inmuebles por construirse, esto significa, que, para la admisión de los mismos, se necesitan estudios y análisis arquitectónicos previos, los cuales son emitidos, individuos ajenos al originador como por ejemplo⁹:

- **Peritos valuadores:** esta persona es la que valúa los inmuebles que se pretenden integrar al fondo de titularización de inmuebles, cumpliendo los lineamientos estipulados en las normas técnicas.
- **Supervisor de obra:** la intervención de este, será evidente cuando en el fondo de titularización se integre de inmuebles por construirse, la función de este, se centra en verificar la ejecución del proyecto y no debe estar vinculado con la titularizadora encargada del fondo a titularizar.
- **Empresas constructoras:** quienes participarán cuando existan inmuebles por construirse, siendo los encargados de desarrollar el proyecto.

Hemos conocido un poco sobre los participantes, sin embargo, debemos analizar las normativas antes mencionadas emitidas en nuestro país, sobre la titularización

⁹ Norma técnica para la formación de los fondos de titularización de inmuebles, emitida por el BCR.

de inmuebles a fin de establecer, los requisitos que determinan los bienes que formarán parte del fondo de titularización, para ello dedicaremos el siguiente apartado.

Análisis de derecho comparado sobre las disposiciones de la Titularización de Inmuebles.

Los países que han adoptado esta figura como una nueva opción de financiamiento, emiten su propia regulación, como mencionamos en el apartado anterior, por lo cual haremos un análisis y trataremos de comparar las leyes que regulan esta figura en países de Latinoamérica. Iniciaremos estudiando las leyes de nuestro país, partiremos desde la Constitución de la República la cual, en su artículo 23 establece la libre administración de los bienes y la libre contratación, y en todo el título V, perteneciente al orden económico en donde expresa que el Estado promoverá el desarrollo económico del país, quiere decir, que se espera la implementación de diversos métodos y estrategias para conseguir un desarrollo económico que permita al país un notable desarrollo y mejorar la calidad de vida de los ciudadanos. En México, la titularización inmobiliaria, como es conocida, tiene una trayectoria más consolidada, con un mercado activo y robusto.

Este proceso es comúnmente utilizado para la financiación de proyectos de vivienda y desarrollo urbano. Podemos tomar como base el artículo 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, hace mención de que se establece un banco central al cual le otorga autonomía y además menciona que el estado estará a cargo de las posibles búsquedas de financiamiento para el desarrollo del país, en Ecuador por ejemplo desde el título V correspondiente a los recursos económicos, de los artículos 270 al 274; hasta el título VI, en sus capítulos primero y segundo, de los artículos 275 en adelante, donde detallan los regímenes de desarrollo y la soberanía económica en cuanto menciona que cada región tendrá participación del presupuesto del estado, sin embargo se permite la búsqueda de financiamiento de diferentes métodos.

Como normativa específica en nuestro país tenemos la Ley de Titularización de Activos –en adelante LTA- en la cual el artículo 46 habilita el uso de la titularización de inmuebles, como parte del fondo de titularización, en la LTA da la responsabilidad de emitir normativa técnica a la SSF en el art 93 literal e). En la búsqueda de este desarrollo se impulsa el aumento de inversiones tanto extranjeras como nacionales en diferentes sectores de nuestra economía, en relación a nuestra investigación nos enfocaremos a las inversiones siendo utilizadas como financiamiento a empresas, de entre las muchas formas de adquirir financiamiento, tomaremos como base, las Titularizaciones.

Esta figura, en nuestro país, se introduce en nuestra esfera legal, en el año 2007, con la promulgación de la LTA, pese a que en esta ley únicamente se posee regulaciones

para un tipo de Titulaciones, siendo que la que nos compete para el presente artículo, está regulada en su mayoría por normas técnicas, para lo cual es prudente hacer las siguientes aseveraciones: Las normas técnicas para la titularización de inmuebles en El Salvador son emitidas por el Banco Central de Reserva (BCR). Dichas normas establecen las disposiciones aplicables a los Fondos de Titularización de Inmuebles, incluyendo su funcionamiento, operatividad, revelación y remisión de información, permiten la constitución de Fondos de Titularización con bienes inmuebles existentes o por construirse.

Y es que según la norma técnica NDMC-20 aprobada en el año 2019, después que la LTA presentará varias reformas, en especial el artículo 46 reformado en 2018, en la que se incluye la variable de la Titularización de Inmuebles. Donde se detalla los términos utilizados en la norma, definiendo a los participantes en el proceso de Titularización de Inmuebles, entre estos bancos, casas de corredores de bolsa, y otras instituciones financieras, en el segundo capítulo, encontramos lo respectivo a la normativa aplicable a las sociedades titularizadoras y a los fondos que se constituirán, las mismas que son emitidas por la SSF y el BCR. Al ahondar en los bienes que forman parte de los fondos de titularización, encontramos que pueden ser bienes existentes o bienes por construirse, esta clasificación es importante, ya que de ello dependen los requisitos principales establecidos en la Ley de Titularización de Activos, como la adecuada divulgación de información y la identificación de usuarios para prevenir el lavado de dinero, ya que es con esto que les permitirá a las titularizadoras tener una buena estructuración y manejo del fondo ya que se tomara en cuenta el riesgo legal, el riesgo sistémico y los riesgos relacionados con cambios en las regulaciones y leyes. Además de determinar la representación correcta de estos valores de la titularización y es que se representan por anotaciones electrónicas y están dirigidos a inversionistas que buscan rendimientos a largo plazo. Podemos decir entonces, que el principal objetivo de la NDMC-20, es regular la titularización de bienes inmuebles, permitiendo que estos fondos se constituyan con propiedades existentes o en construcción para financiar, desarrollar, construir, o ampliar proyectos inmobiliarios¹⁰.

La NDMC-36 se refiere a las Normas Técnicas para la Valuación de Activos Susceptibles de Titularización y de Activos que Integren un Fondo de Titularización en El Salvador¹¹. Estas normas fueron emitidas por el Comité de Normas del BCR de El Salvador y tienen como objetivo establecer lineamientos generales para la valuación de activos que pueden ser titularizados, para que pueda determinarse con facilidad el tipo de fondo con el cual se dará inicio a la titularización, en esta norma los obligados a cumplir son las titularizadoras ya que son estas las encargadas de

¹⁰ NDMC-20 NORMAS TÉCNICAS PARA LOS FONDOS DE TITULARIZACIÓN

<https://www.bcr.gob.sv/regulaciones/upload/NDMC-20.pdf?v=1729900130>

¹¹ <https://www.bcr.gob.sv/regulaciones/upload/NDMC-36.pdf?v=1728349387> NORMAS TÉCNICAS PARA LA VALUACIÓN DE ACTIVOS SUSCEPTIBLES DE TITULARIZACIÓN Y DE ACTIVOS QUE INTEGREN UN FONDO DE TITULARIZACIÓN

este proceso, esta norma, introduce una metodología para la evaluación de los bienes con la incorporación de criterios técnicos y estadísticos, tomando las variables económicas del país. De los métodos de valuación introducidos por esta norma, los cuales son establecidos al tomar como criterios la estabilidad de los flujos de ingresos, la calidad de los activos y las condiciones del mercado en el momento de la formación del fondo, y por ende, de la recepción de los activos factibles de titularización, estos métodos de valuación no solamente van en un sentido, sino que también abarca a las titularizadoras, ya que es importante que demuestren la capacidad técnica y experiencia en la administración de activos, además de ser transparente en el manejo de los reportes y valoraciones en el proceso de titularización.

En esta normativa se establecen algunas obligaciones a las titularizadoras en cuanto a las auditorías y el control en cada acción que se realice con el fondo, ya sea con la inversión, de las ganancias generadas en el fondo, mediante reportes que serán entregados al BCR y auditorías periódicas, para garantizar una buena administración de los fondos.

Los métodos mencionados en las normas están:

- Valor Presente Neto (VPN)¹² Este método calcula el valor actual de los flujos de caja futuros generados por el activo, descontados a una tasa que refleja el riesgo asociado, útil para evaluar activos que generan ingresos constantes a lo largo del tiempo, como propiedades de alquiler.
- Flujo de Caja Descontado (FCD)¹³ Similar al VPN, este método se enfoca en proyectar los flujos de caja futuros y descontarlos a una tasa de descuento adecuada, utilizado ampliamente en la valuación de empresas y proyectos de inversión.
- Comparables de Mercado¹⁴ Este método compara el activo con otros similares que hayan sido recientemente vendidos o valuados en el mercado. Es común en la valuación de bienes raíces, donde se pueden encontrar datos de ventas recientes de propiedades comparables.

En México, la titularización de inmuebles está regulada principalmente por la Ley del Mercado de Valores¹⁵, donde podemos resaltar los siguientes apartados: el título primero en donde se detalla las disposiciones preliminares, es decir, se dan las definiciones de los términos utilizados en la presente ley, además que podemos ver

¹² Enciclopedia financiera, definición VPN <http://www.encyclopediainanciera.com/finanzas-corporativas/valor-presente-neto.htm> Definición de VPN

¹³ Blog de Business execution & growth <https://www.crezcpartners.com/blog/valoracion-de-empresas-metodo-de-flujo-de-caja-descontado-fcd#:~:text=Autor:%20Kenneth%20Ram%C3%ADrez%20Quesada&text=En%20finanzas%2C%20el%20m%C3%A9todo%20FCD,El%20valor%20terminal> Definición del FCD

¹⁴ Definición de método de valuó <https://valuosportan.com/metodologia/>

¹⁵ Ley del Mercado de Valores Mexicano. <https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf>

en el Título IV Capítulo I del Registro de los Valores Art 70 Al 82 Bis donde detalla la composición del registro y lo que se inscribirá en los mismos y el cómo se llevarán; mientras que en el Capítulo 2 Art 83 Y 84 están la clasificación de las ofertas públicas de valores continuando en Sección 1 art 85 al 89, mientras que en el capítulo 3 art 104 al 106 de las obligaciones de las emisoras título vi art 113 en adelante intermediarios del mercado, en los art 192 al 198 se regula la protección al inversionista; y es supervisada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), y también se regula por el derecho inmobiliario como lo son por mencionar algunas: la Ley de Propiedad en Condominio de Inmuebles para el Distrito Federal¹⁶, que regula el régimen de propiedad en condominio en la Ciudad de México, estableciendo normas para la organización, administración y mantenimiento de los condominios, esta es aplicable ya que dependiendo del modo en que se realice la titularización su orden puede ser social como lo establece en el título quinto en el artículo 74 en adelante ; la Ley General de Asentamientos Humanos, Ordenamiento Territorial y Desarrollo Urbano¹⁷, la cual establece normas para el desarrollo urbano, la planeación territorial y el ordenamiento del territorio en México, en la cual desde el artículo 3 comienza con las definiciones aplicables a la ley y de términos técnicos relacionados a temas arquitectónicos, y en capítulo segundo desde el artículo 24 en adelante la estrategia nacional de ordenamiento territorial; la Ley Agraria¹⁸ en lo relativo a que regula la tenencia y uso de la tierra, incluyendo la propiedad comunal en el capítulo V del artículo 98 en adelante , ejidal en el artículo noveno y privada y el Código Civil Federal¹⁹ que contiene normas sobre la propiedad, incluyendo la compra-venta y arrendamiento de bienes inmuebles en el título segundo capítulo uno en adelante donde se determina lo que es objeto de una compra venta, sus participantes y a partir del capítulo VIII, artículos 2316 regula la forma del contrato; mientras que el arrendamiento es regulado en el título sexto, capítulo I artículos 2398 en adelante .

En este país, los fideicomisos inmobiliarios, como los FIBRAS (Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces), son una de las principales estructuras utilizadas para la titularización de inmuebles. Estos vehículos de inversión permiten a los inversionistas participar en el mercado inmobiliario sin necesidad de adquirir propiedades físicas.

Las FIBRAS (Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces) en México se introdujeron con la Miscelánea Fiscal a principios de 2004. Aunque ya existían figuras similares en

¹⁶ Ley de Propiedad en Condominio de Inmuebles para el Distrito Federal https://www.congresocdmx.gob.mx/archivos/transparencia/LEY_DE_PROPIEDAD_EN_CONDOMINIO_DE_INMUEBLES_PARA_EL_DISTRITO_FEDERAL.pdf Ley de Propiedad en condominio de inmuebles para el distrito Federal.

¹⁷ Ley General de Asentamientos Humanos, Ordenamiento Territorial y Desarrollo Urbano <https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LGAHOTDU.pdf> Ley General de Asentamientos Humanos, Ordenamiento Territorial y Desarrollo Urbano.

¹⁸ Ley Agraria <https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LAgra.pdf> Ley Agraria.

¹⁹ Código Civil Federal <https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/CCF.pdf> Código Civil Federal

el país, fue esta reforma fiscal la que estableció las reglas necesarias para su estructuración y operación. Desde entonces, las FIBRAs han crecido significativamente, permitiendo a los inversionistas participar en el mercado inmobiliario de manera más accesible y diversificada y los Certificados de Capital de Desarrollo (CKDs): son instrumentos financieros mexicanos diseñados para financiar proyectos de largo plazo en sectores con alto potencial de crecimiento, como infraestructura, energía, bienes raíces, capital privado, entre otros.

En Ecuador esta figura es regulada en su Ley de Mercado de Valores, la cual fue emitida en el 2006, con la última reforma en 2008, la cual consta de 236 artículos, siendo que para este país se contempla la titularización de inmuebles, regulada en el artículo 154 LMV, proceso que consiste en que un activo inmobiliario sea transferido para poder emitir valores mobiliarios para constituir un patrimonio autónomo que, no puede ser mayor al 110% del valor del inmueble, además que subdividen este tipo de titularización en de proyectos en construcción y fondos inmobiliarios, donde en el primero el patrimonio se constituye por el terreno, los diseños estudios técnicos tanto de pre factibilidad económica como el cronograma de actividades y los presupuestos de la construcción a desarrollarse, y también lo dividen en los fondos inmobiliarios en la cual se crean fondos comunes en una entidad fiduciaria para ofrecer en el mercado de valores constancias o certificados de participación en el fondo.²⁰ Además de emitir normas especiales, las cuales son en relación a las proyecciones que generaría el bien titularizado, además de las medidas de seguridad, que se tienen en cuenta para con la titularización a realizarse.²¹

Igualmente en artículo 155 regulan los procesos de titularización de proyectos inmobiliarios, que consisten en la emisión de títulos mixtos o de participación que incorporen derechos alícuotas o porcentuales sobre un patrimonio con un único propósito constituido con un bien inmueble o bien con sumas de dinero para la adquisición del lote.²² Igualmente esta ley emite reglas específicas a este tipo de titularización de entre las cuales resaltan el que se tengan seguro que abarque incluso tres meses después del vencimiento del plazo de los valores producto de la titularización, que los participantes en la construcción del proyecto comprueben su experiencia en el desarrollo de este tipo de proyectos.

Sin embargo se desarrollan bajo los contratos de fiducia mercantil irrevocable, contrato que es regulado en el Código Civil libro IV Título I artículo 1454 que lo describe como un contrato en el cual una parte se obliga para con otra a dar, hacer o

²⁰ La Titularización como mecanismo de financiamiento en Ecuador. Su evolución y desempeño en el periodo 2003 – 2011. <https://repositorio.puce.edu.ec/server/api/core/bitstreams/2924fc8e-0b0c-487b-adc6-d63ee94bba39/content>

²¹ LEY DE MERCADO DE VALORES. https://www.oas.org/juridico/pdfs/mesicic4_ecu_mercado.pdf

²² LEY DE MERCADO DE VALORES. https://www.oas.org/juridico/pdfs/mesicic4_ecu_mercado.pdf

no hacer alguna cosa, sin embargo es en la LMV, que se especifica más este tipo de contrato, como lo indica el artículo 109, “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 incorporeales, 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.”²³

Es posible distinguir que la figura de la Titularización de Inmuebles es adaptada a las normativas precedentes de cada país, con lo que podemos dilucidar claras diferencias no solo en el cómo se constituyen las Titularizadoras, sino que también en qué tipo de figura se utiliza para la creación del fondo a titularizar ya que mientras que en Ecuador y México se utiliza la figura del Fideicomiso, en nuestro país de los proyectos con mayor relevancia en realizados por medio de titularización de inmuebles utilizaron contratos de arrendamiento y venta sobre los edificios.

Como problemática señalamos la manera en cómo se aplica la titularizaciones de inmuebles ya que aquí en el salvador únicamente lo utilizamos si es para un bien social, sin embargo en otros países se pueden titularizar carteras hipotecarias o incluso es usado por el estado para proveer viviendas a personas cuyas posibilidades económicas no son muy buenas, sin embargo en nuestro país se le da un enfoque más privado, ya que hasta el momento los proyectos realizados son para centros comerciales y oficinas, pese a existir complejos habitacionales son para una sección determinada de la población, la cual es la que tiene una capacidad adquisitiva superior al promedio o incluso van dirigidas la publicidad de estos a extranjeros o salvadoreños residentes en el extranjero.

Hasta la fecha no se conocen de titularizaciones de inmuebles realizadas por el estado como un programa de viviendas sociales, cuya finalidad sea que los inmuebles generados sean para personas de la sociedad con situaciones económicas estables, pero no suficientes, para participar en la compra de las emisiones directamente y se les pueda dar la oportunidad de adquirirlas como créditos hipotecarios, como lo plantea México.

Además podemos señalar que estos países han implementado el uso de esta figura desde mucho tiempo atrás, por lo que en comparación a nuestro país, existe más divulgación de este tipo de financiamiento, y más proyectos con buenos resultados para medir la eficacia o no de este método. La causa de esto se puede atribuir a que nuestro país, pese a tener una buena regulación, entidades reguladoras actualizadas en cuanto a normativas y nuevos métodos de financiamiento utilizados en otros países, y que se cuentan con los requisitos mínimos establecidos y detallados para

²³ LEY DE MERCADO DE VALORES. https://www.oas.org/juridico/pdfs/mesicic4_ecu_mercado.pdf

cada participante, es que existe desconfianza para los inversionistas en este tipo de inversión, ya que se proyectan ganancias a largo plazo, además que el sector inmobiliario en los últimos años ha presentado un aumento de plusvalía, lo que significa, que es menos accesible a personas “normales” e incluso inversionistas la participación en el desarrollo del mismo. Sin embargo, en nuestro país contamos con Titularizadoras establecidas, inscritas y reguladas que han desarrollado proyectos mediante la Titularización de Inmuebles, que a la fecha persisten en nuestra urbe.

TITULARIZADORAS Y PROYECTOS REALIZADOS EN EL SALVADOR.

RICORP TITULARIZADORA, S.A.

La Titularizadora RICORP S.A. es una empresa salvadoreña especializada en la titularización de activos, una herramienta financiera que permite a las empresas y entidades del país transformar sus activos en instrumentos financieros que puedan ser vendidos o intercambiados en el mercado de valores, ha jugado un papel clave en el desarrollo de los mercados de capitales en El Salvador, facilitando el acceso al financiamiento para diversas empresas, instituciones y proyectos de infraestructura.

Se ha establecido como una titularizadora de confianza en El Salvador, contribuyendo al desarrollo de los mercados de capitales a través de la creación de productos financieros que permiten diversificar las fuentes de financiamiento para las empresas y organizaciones. A través de sus operaciones, RICORP tiene como objetivo:

Facilitar el acceso a financiamiento, mediante la ayuda a empresas, instituciones financieras, y proyectos de infraestructura a obtener recursos inmediatos mediante la venta de activos a inversionistas, quienes a su vez reciben ingresos generados por los activos titularizados, fomentar la inversión en el mercado de valores, al emitir títulos de deuda respaldados por activos, RICORP abre una puerta a los inversionistas para que puedan diversificar sus portafolios mediante instrumentos más seguros y con rendimientos atractivos y fortalecer la confianza en el sistema financiero local, la titularización, al ser una práctica transparente y regulada, contribuye a mejorar la transparencia en el mercado financiero, generando confianza entre los inversionistas y las entidades emisoras.

Dentro de sus proyectos más representativos tenemos:

Millennium Plaza

Es un complejo inmobiliario ubicado en una de las zonas más dinámicas y estratégicas de El Salvador, que ha sido objeto de un proceso de titularización con el fin de financiar su desarrollo, mejorar su infraestructura y asegurar un flujo de ingresos para los inversores. Es un edificio multifuncional que incluye oficinas, comercios,

áreas de esparcimiento y servicios, lo que le otorga una alta demanda y estabilidad en sus flujos de renta. El proyecto se encuentra en una ubicación estratégica en el país, cerca de centros financieros, comerciales y residenciales de alto nivel. La diversificación de usos dentro del complejo permite que los riesgos de ocupación sean distribuidos entre diferentes tipos de arrendatarios (comerciales, corporativos y de entretenimiento)

El objetivo principal es transformar los activos inmobiliarios del proyecto es decir, tanto las propiedades de uso comercial como las de uso mixto, en instrumentos financieros negociables, que permitan a los inversores acceder a flujos de efectivo derivados de los ingresos generados por el alquiler de los espacios comerciales, oficinas y servicios dentro del complejo, mientras que el capital obtenido por la titularización será utilizado para financiar proyectos de expansión, renovación y mejora.

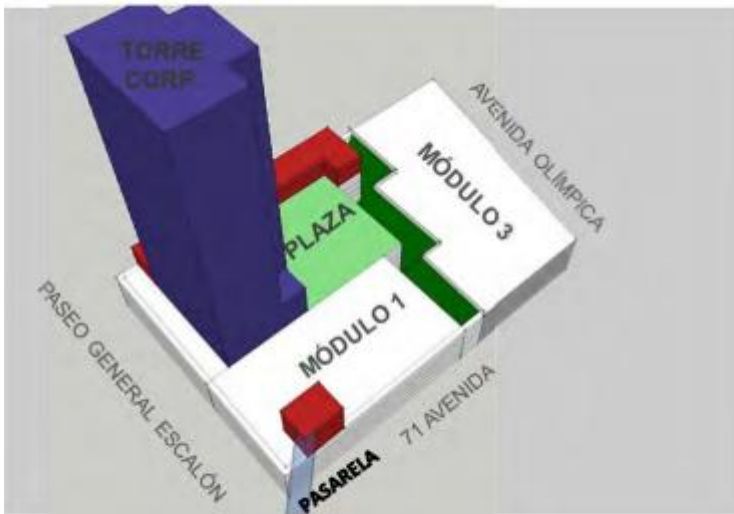
La estructura de las emisiones, implica la creación de un vehículo de inversión que emite valores respaldados por los flujos de ingresos para que los inversores que adquieran estos valores reciban pagos periódicos provenientes de las rentas generadas por el proyecto. La emisión se realizará bajo un esquema de bonos de titulización, lo que les permitirá acceder a una tasa de interés atractiva a cambio de asumir el riesgo asociado con la propiedad inmobiliaria.

El prospecto, expresa que los ingresos por arrendamiento de las propiedades dentro de **Millennium Plaza** se destinarán a cubrir el pago de intereses y la amortización del principal de los bonos emitidos. Además, se establece que el valor de los activos inmobiliarios subyacentes sirve como garantía en caso de que los flujos de efectivo no sean suficientes para cumplir con los pagos a los inversores. La empresa responsable de la titularización proyecta un rendimiento atractivo para los inversores, basado en las rentas actuales y futuras del complejo además se anticipa que la valorización de la propiedad podría aumentar debido a su ubicación estratégica y la continua demanda en el sector inmobiliario comercial.

También se presenta una evaluación detallada de los riesgos asociados con la titularización, que incluyen factores como la vacancia de los espacios arrendados, variaciones en los ingresos de alquiler, y cambios en las condiciones del mercado inmobiliario. Sin embargo, se destaca que la diversificación del uso de las instalaciones ya sea comercial, oficinas y entretenimiento, reduce el riesgo inherente al proyecto. El mismo prospecto establece que los fondos obtenidos mediante la titularización se destinarán a la expansión y remodelación de las instalaciones, la mejora de las infraestructuras tecnológicas y de seguridad, la ampliación de áreas comerciales y oficinas y el pago de deuda existente y costos asociados al proceso de titularización.

Condiciones Financieras y Duración

Los bonos emitidos tienen un plazo determinado de amortización y una tasa de interés fija que se pagará periódicamente a los inversores. La duración de los bonos suele estar vinculada al ciclo de vida del proyecto y los flujos de ingresos proyectados. Los detalles exactos de la tasa de interés, los plazos y las fechas de pago se especifican en el prospecto, brindando transparencia a los potenciales inversores.²⁴



La primera fase, comprendía la construcción de los seis niveles de estacionamiento subterráneo, la pasarela, la plaza, la torre corporativa y el edificio comercial

Figura 3. Diagrama mostrando la Primera Fase de construcción del Proyecto.

Para la segunda fase, se construirían los seis niveles de estacionamiento subterráneo del módulo 3, la torre de apartamentos, el motor lobby, el atrio comercial, auditorio, centro de convenciones y el paseo de entretenimiento.

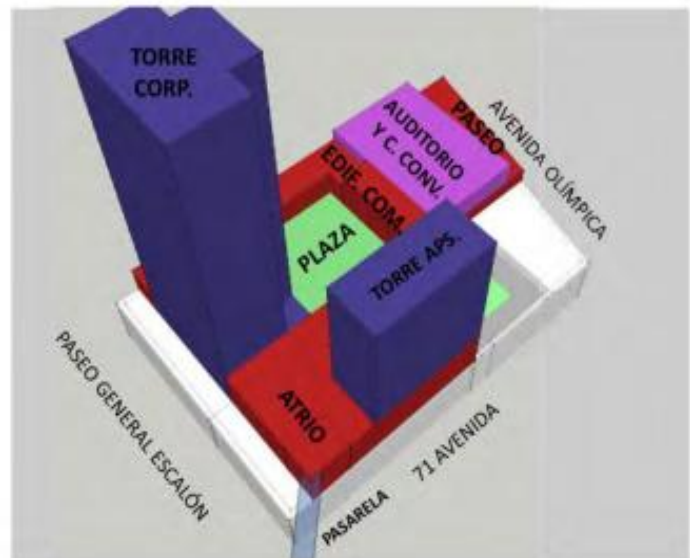


Figura 4. Diagrama mostrando la Segunda Fase de construcción del Proyecto.

²⁴ Prospecto de emisión de VTRTMP <https://latitularizadora.com/wp-content/uploads/2022/05/Prospecto-FTIRTMP-BVES-v2.pdf>



Actualmente el proyecto lleva el 100% de avance de la obra, siendo que para agosto 2024, se reportó la venta de locales para RICORP TITULARIZADORA, S.A y para la Bolsa de Valores de El Salvador.

Actualmente la venta del proyecto no ha finalizado.

HENCORP TITULARIZADORA, S.A.

Fue fundada con la visión de promover el desarrollo del mercado de valores en El Salvador y brindar soluciones innovadoras a empresas e instituciones financieras que buscan obtener liquidez a través de la titularización de activos, inició sus operaciones en un contexto de creciente necesidad de diversificación de fuentes de financiamiento en el país. En sus primeros años, HENCORP se enfocó en ofrecer productos financieros estructurados que facilitarían la emisión de valores respaldados por activos, un proceso que no solo beneficiaba a las instituciones originadoras de los activos, sino que también favorecía a los inversionistas al proporcionarles instrumentos de inversión con un respaldo sólido. A lo largo de los años, HENCORP ha innovado constantemente en sus productos y servicios, adaptándose a las nuevas necesidades del mercado y las tendencias internacionales

Dentro de sus proyectos de titularización de inmuebles podemos mencionar:

Park Tower.

El objetivo es ofrecer una alternativa de inversión respaldada por bienes raíces, específicamente por un conjunto de propiedades comerciales de alto valor ubicadas en el complejo *Park Tower Cero Uno*. Este fondo está diseñado para atraer a inversionistas interesados en el mercado inmobiliario, brindándoles la oportunidad de participar en la generación de ingresos derivados de los arrendamientos y valorización de los inmuebles incluidos en el fondo. Conformado por varios inmuebles de uso comercial, una torre de oficinas y comercio de alta gama ubicada en una zona estratégica, lo que le confiere un alto potencial de apreciación y rentabilidad.

Estructurado mediante una emisión de valores respaldados por flujos de efectivo generados del arrendamiento o compra de los inmuebles. Esto permite a los inversionistas obtener una rentabilidad basada en el desempeño de dichos activos, a la vez que proporciona liquidez a los desarrolladores. El complejo ha sido pensado para ofrecer una experiencia integral, con

espacios que van desde oficinas para grandes corporaciones hasta residencias con tecnología de vanguardia y acceso a servicios exclusivos.

En el prospecto de emisión detallamos que el monto será de \$5, 000,000.00, para un plazo de cinco años, siendo su emisión en el año 2022. Sin embargo, se trazan diferentes tipos de riesgos, que pueden afectar su desempeño y los flujos de ingresos generados para los inversionistas. A continuación, se destacan los principales riesgos asociados: riesgo de Mora ya que existe la posibilidad de que los inquilinos o compradores no cumplan con sus pagos, lo que afectaría los ingresos del fondo. También se habla del riesgo regulatorio que se enfoca en los cambios en las leyes o regulaciones que rigen la titularización de inmuebles podrían impactar la solvencia o liquidez del fondo, afectando su capacidad para generar o transferir flujos financieros futuros.

Riesgo estratégico, enfocado en la posible toma de decisiones erróneas por parte de los administradores podrían afectar negativamente los ingresos del fondo. Sin embargo, este riesgo está administrado debido al interés compartido en mantener la rentabilidad; Riesgo de Ubicación, principalmente factores como la pérdida de plusvalía o un deterioro de la infraestructura en la zona pueden reducir la rentabilidad de los títulos. No obstante, la zona está experimentando desarrollos comerciales y residenciales que incrementan su atractivo.

Riesgo de siniestros, es decir, desastres naturales u otros eventos imprevistos podrían dañar la infraestructura y afectar los ingresos; los riesgos de financiamiento, ya que existe la posibilidad de dificultades en la obtención de recursos para el desarrollo del proyecto. Riesgos de Construcción y Atrasos, por ejemplo, las fallas en la construcción, errores de contratistas o retrasos pueden generar sobrecostos y afectar el rendimiento del proyecto.

Se habla también del riesgo de demanda, ya sea por la posibilidad de no vender todos los apartamentos disponibles tras la construcción. Además de tomar en cuenta el riesgo de Incremento de Costos, es decir que los costos sean mayores a los presupuestados durante la construcción, igualmente el riesgo de incompatibilidades técnicas que puedan surgir durante la construcción, problemas técnicos que incrementen los costos o retrasen el proyecto.

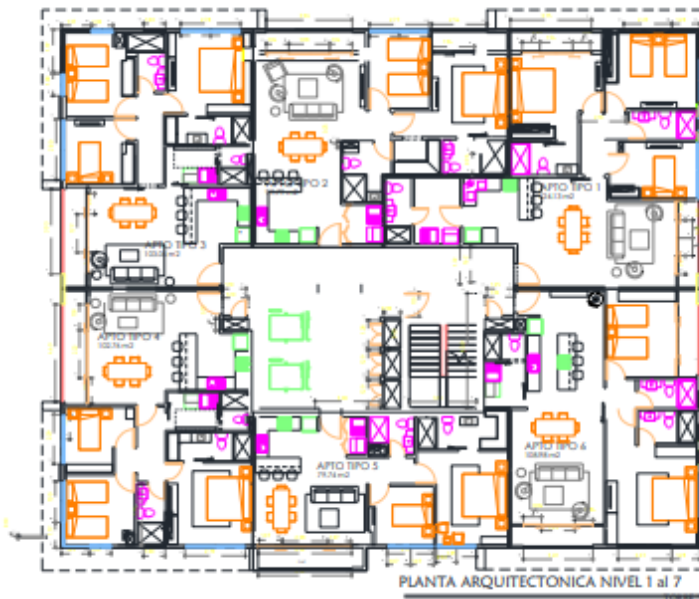
Sin olvidar los posibles riesgos legales, como el incumplimiento de contratos con terceros, como proveedores, puede retrasar la obra, o el riesgo de Cronograma, atrasos en el cumplimiento del cronograma de construcción, los riesgos de liquidez, también deben considerarse ya que los inversionistas podrían enfrentar dificultades para vender sus participaciones en el mercado secundario, sin olvidar las fluctuaciones en el valor de los títulos de titularización debido a factores externos pueden generar pérdidas.

Los cuales deben analizarse por parte de la titularizadora si es la misma que poseerá la administración del fondo, en este caso se toman medidas para el manejo de estos riesgos, ya sean cláusulas en los contratos de arrendamiento o buscar la manera de vender las emisiones en el mercado secundario a fin de generar la rentabilidad parametrada al inicio del

proyecto.

Park Tower es el complejo de apartamentos completo y único en sus características en El Salvador. El desarrollador inmobiliario ha diseñado la distribución de espacios considerando la amplitud requerida de las habitaciones sin castigar las zonas comunes del apartamento,

por ejemplo, espacio de comedor de 6 o más personas, cada apartamento cuenta con terraza y áreas de servicio. El proyecto ofrece 6 tipos de apartamentos de 2 y 3 habitaciones, más 2 tipos de Pent Houses.



TITULARIZADORA
ATLANTIDA, S.A

Titularizadora Atlántida S.A. es una sociedad anónima que nació con el objetivo de desarrollar el

mercado de valores en El Salvador a través de la titularización de activos. Fundada por el Grupo Financiero Atlántida, una de las principales agrupaciones financieras de la región, esta institución ha jugado un papel fundamental en la estructuración de productos financieros innovadores que facilitan el acceso al crédito y fomentan la inversión en el país.

La historia de Titularizadora Atlántida como sociedad anónima comienza en 2021, cuando el Grupo Financiero Atlántida, con el respaldo de su amplia experiencia en el sector bancario, decide crear una nueva entidad para aprovechar las oportunidades que ofrece la titularización de activos como mecanismo de financiamiento. Esta decisión fue tomada en un momento clave en el que el mercado financiero salvadoreño estaba en proceso de modernización y expansión, y se buscaba diversificar las opciones de financiamiento tanto para las instituciones como para los inversionistas. Entre sus proyectos podemos mencionar:

Plaza Mundo Usulután

En el prospecto de emisión para la colocación de Títulos de Participación con Cargo al Fondo de Titularización de Inmuebles Atlántida Titularizadora Plaza Mundo Usulután (FTIATPMU), está dirigida a inversionistas interesados en participar en el proyecto, que estará respaldado por los ingresos futuros generados por el Plaza Mundo Usulután, siendo un centro comercial ubicado en una de las principales zonas de crecimiento de El Salvador, los flujos de efectivo futuros generados por el inmueble de Plaza Mundo Usulután, provienen de los ingresos por arrendamientos comerciales,

rentas de locales y otros ingresos derivados de las operaciones del centro comercial. Los títulos de participación otorgan a los inversionistas un derecho sobre dichos flujos de efectivo, representando una forma de inversión en bienes raíces comerciales con un perfil de riesgo moderado y atractivo rendimiento.

Plaza Mundo Usulután es un centro comercial que ha sido diseñado para ofrecer una amplia gama de servicios y tiendas a los habitantes de la región, convirtiéndose en un punto de referencia comercial y un centro de atracción para consumidores. El inmueble cuenta con múltiples locales comerciales alquilados a diversas marcas de renombre, lo que genera un flujo constante de ingresos a través de arrendamientos a largo plazo, cuenta con las siguientes características destacadas:

- **Ubicación estratégica:** Situado en una zona de alto tráfico vehicular y peatonal en la ciudad de Usulután, lo que garantiza una alta afluencia de clientes.
- **Diversidad comercial:** El centro comercial alberga una **variada oferta comercial**, incluyendo tiendas de ropa, entretenimiento, restaurantes y otros servicios de consumo masivo.
- **Sostenibilidad:** El proyecto ha sido diseñado con un enfoque en la eficiencia energética y la sostenibilidad, asegurando que las operaciones comerciales sean ambientalmente responsables.

Fondo de Titularización de Inmuebles Atlántida Titularizadora Plaza Mundo Usulután (FTIATPMU), este fondo se compone a partir de la adquisición de terrenos para la construcción del centro comercial, como lo indica la norma técnica, estamos frente a un fondo conformado por bienes a construirse, este fondo será administrado por la Titularizadora Atlántida, quien se encargará de la gestión de los flujos de efectivo y la distribución de los ingresos generados por el inmueble a los inversionistas. El objetivo de la emisión de los Títulos de Participación es obtener los recursos necesarios para continuar con la operación, mantenimiento y expansión del centro comercial, a la vez que ofrece una alternativa de inversión atractiva para aquellos interesados en proyectos inmobiliarios con ingresos recurrentes. Estos títulos están estructurados de manera que los inversionistas reciban pagos periódicos derivados de los arrendamientos comerciales y otros ingresos operativos del inmueble.

Como cualquier inversión, la emisión de Títulos de Participación con cargo al FTIATPMU está sujeta a ciertos riesgos que los inversionistas deben considerar, como puede ser el riesgo de ocupación de los locales en cuanto a que si algunos locales comerciales permanecen vacíos o si los inquilinos no cumplen con sus pagos, los ingresos generados por el proyecto pueden verse afectados; también se debe tomar en cuenta el riesgo económico que incluye factores macroeconómicos, como fluctuaciones en el poder adquisitivo de los consumidores, cambios en el entorno comercial o crisis económicas, podrían impactar la rentabilidad del proyecto; aunque este riesgo está previsto por las políticas de cada titularizadora, siempre debe tomarse

en cuenta y es el riesgo de gestión, en relación a la correcta administración y mantenimiento del centro comercial es crucial para asegurar la estabilidad de los flujos de efectivo y el valor de los activos.

De entre algunos beneficios que podrían generarse para los inversionistas, percibidas mediante el prospecto de emisión están: que los flujos de efectivo serán estables y predecibles ya que serán derivados de los arrendamientos y operaciones comerciales del centro comercial; también la diversificación en el portafolio de inversiones, dado que los bienes raíces comerciales tienden a tener un comportamiento relativamente estable y también que la oportunidad de inversión es en un sector en crecimiento, como el inmobiliario comercial en una zona en expansión como Usulután.

Esta es la ubicación del terreno en donde se construirá el centro comercial.



El presente plano de conjunto es parte del prospecto, ya que presenta la distribución, parqueos y demás elementos que serán parte del proyecto.

Además, cabe resaltar que este proyecto aún está en ejecución, y se realizó una modificación en el incremento de la emisión, en el mes de septiembre.

La obra presenta un avance físico global del 81.45%, al mes de mayo de 2024.

Coordenadas 13°20'33.26"N, 88°27'58.47"O

Conclusiones.

Las titularizadoras de inmuebles han emergido como una herramienta clave en la financiación del sector inmobiliario, ofreciendo a los desarrolladores y a los inversionistas nuevas formas de acceder a recursos y diversificar riesgos. A través de la titularización, se pueden agrupar activos inmobiliarios y transformarlos en valores negociables, brindando una alternativa atractiva tanto para quienes buscan rentabilidad como para aquellos interesados en financiar proyectos de gran envergadura sin recurrir a métodos tradicionales de crédito.

Aunque los fondos de titularización presentan una serie de riesgos, como el riesgo de mora, los cambios regulatorios o las fluctuaciones del mercado, estos pueden ser gestionados eficientemente mediante contratos bien estructurados, supervisión constante y una adecuada diversificación de los activos. Las medidas de mitigación, como la contratación de seguros, la evaluación continua de la demanda y la gestión estricta de los costos, juegan un papel fundamental en la minimización de los riesgos asociados.

El caso del **Fondo de Titularización de Park Tower** en El Salvador, por ejemplo, demuestra cómo estas estructuras pueden ser una opción viable para financiar grandes desarrollos inmobiliarios en mercados emergentes, mientras que al mismo tiempo proporcionan a los inversionistas la posibilidad de participar en proyectos de alta rentabilidad. A medida que el mercado de titularización se sigue desarrollando, la experiencia y las lecciones aprendidas de proyectos como este podrían contribuir al fortalecimiento y crecimiento del sector inmobiliario en la región.

En resumen, las titularizadoras de inmuebles son una pieza clave para la evolución del financiamiento inmobiliario, combinando innovación financiera con una mayor eficiencia en la gestión de proyectos. Si bien presentan desafíos, los beneficios de acceso a liquidez, diversificación de riesgos y potencial de rentabilidad continúan haciendo de estos fondos una herramienta interesante tanto para desarrolladores como para inversionistas.

Bibliografía.

- Boletín económico, Titularización de activos: aspectos básicos y su implementación en El Salvador, Ricardo Contreras, BCR.
- NDMC-20 normas técnicas para los fondos de titularización de inmuebles
- “Procedimientos para implementar la Titularización como alternativa de financiamiento para las empresas Industriales del Departamento de San Salvador, El Salvador”, tesis.
- Ley de Titularización de Inmuebles
- Norma técnica para la formación de los fondos de titularización de inmuebles
- NDMC-20 normas técnicas para los fondos de titularización
- Normas técnicas para la valuación de activos susceptibles de titularización y de activos que integren un fondo de titularización
- Ley del Mercado de Valores Mexicano
- Enciclopedia financiera.
- LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL ECUADOR
<https://repositorio.uisek.edu.ec/bitstream/123456789/287/1/La%20titularizaci%C3%B3n%20de%20activos%20en%20el%20Ecuador.pdf>
- LEY DE MERCADO DE VALORES
https://www.oas.org/juridico/pdfs/mesicic4_ecu_mercado.pdf
- EL FIDEICOMISO MERCANTIL EN EL ECUADOR, ORIGEN, DESARROLLO Y VENTAJAS EN SU APLICACION
<https://dspace.uazuay.edu.ec/handle/datos/3016>
- Proceso de Titularización en el Mercado de Valores de un Proyecto Inmobiliario AUTOR: Carlos Eduardo Garbay Mancheno
<https://repositorio.iaen.edu.ec/bitstream/24000/6399/1/7.-%20ARCHIVO%20PDF%20-%20TESIS%20AG-%20PROCESO%20TITULARIZACION%20PROYECTO%20%20INMOBILIARIO.pdf>
- Prospecto de emisión Plaza Mundo Usulután
<https://www.atlantidatitularizadora.com.sv/wp-content/uploads/2024/09/VTATPMU-Registro-final.pdf>

- Informe de avance de obra de fondos inmobiliarios.
https://www.atlantidatitularizadora.com.sv/wp-content/uploads/2023/10/TI03_FTIAATPMU_Informe-Avance-de-obra_31052024-1.pdf
- Prospecto de emisión de VTRTMP <https://latitularizadora.com/wp-content/uploads/2022/05/Prospecto-FTIRTMP-BVES-v2.pdf>