**VEHÍCULOS DE PROPÓSITO ESPECIAL QUE REALICEN EMISIONES DE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN (FIDEICOMISOS Y UNIVERSALIDADES)**

**Principios orientadores para el cumplimiento de determinados requisitos de oferta pública**

El presente documento tiene como objetivo orientar a los interesados en solicitar la autorización de oferta pública en la presentación de algunos de los requisitos establecidos en la regulación.

Los principios que aquí se señalan no presuponen un requerimiento adicional con respecto a lo establecido en la regulación, sino que tratan de transparentar el objeto de la revisión y los aspectos principales que analiza la Superintendencia, con el fin de que sirvan de guía al momento de preparar cada requisito.

Es importante considerar que este documento es de carácter orientativo y únicamente se refiere a una parte de la documentación que se debe presentar con la solicitud. Los requisitos completos para realizar emisiones se encuentran establecidos en el Reglamento sobre procesos de titularización, el cual debe ser consultado de previo a la presentación de una solicitud de autorización.

Estos principios mencionados derivan de la experiencia acumulada hasta la fecha en la revisión y no son taxativos, por lo que dependiendo de las características específicas del trámite podrían requerirse aspectos distintos o adicionales a los aquí reseñados.

En la primera sección se mencionan los requisitos comunes a los procesos de titularización independientemente del vehículo de propósito especial que se utilice, en la segunda sección se detallan los documentos adicionales que aplican únicamente para fideicomisos y en el último apartado se señala documentación adicional que se debe aportar en el caso de universalidades.

1. **Requisitos comunes a todos los procesos de titularización**
2. **Condiciones que deben cumplir los flujos a titularizar**

Al momento de estructurar un proceso de titularización es necesario verificar de forma previa que los flujos que se desea titularizar cumplen con las disposiciones establecidas en el artículo 3 del Reglamento sobre procesos de titularización. En particular, se debe corroborar que dichos flujos no dependan de la construcción del activo que los va a generar.

En caso de que la estructuración sí contemple la construcción del activo generador de los flujos, esta constituiría una figura distinta a la titularización y debería por tanto, ajustarse al Reglamento sobre financiamiento de proyectos de infraestructura.

1. **Calificación de riesgo**

La calificación de riesgo de la emisión es un elemento importante en el análisis que efectúa la Superintendencia y con su lectura se pretende identificar posibles riesgos de la estructuración que deban ser revelados en el prospecto, así como verificar que exista consistencia entre la información de los fundamentos de la calificación y la incorporada en el prospecto.

Adicionalmente, se verifica el cumplimiento de aspectos formales establecidos en el Reglamento sobre procesos de titularización, tales como la presentación de la carta de la sociedad calificadora firmada por el representante legal que contenga al menos la siguiente información:

1. Identificación de la emisión calificada.
2. Calificación otorgada a la emisión y su significado.
3. Fundamentos o informe de calificación.
4. Fecha de la información financiera utilizada e indicación de si es o no auditada.
5. Número de la sesión, fecha del acuerdo del consejo de calificación y tipo de reunión (ordinaria o extraordinaria).
6. Leyendas establecidas en el Reglamento sobre calificación de valores y sociedades calificadoras de riesgo.

Finalmente, se revisa que la calificación de riesgo no tenga más de seis meses de emitida. Se debe tener en cuenta que para la colocación de las emisiones, se deberá contar con una calificación de riesgo actualizada, de acuerdo con la normativa vigente en materia de calificación y de oferta pública.

Este requisito aplica para emisiones de valores de contenido crediticio y emisiones de valores mixtos.

1. **Proyecciones financieras de los flujos estimados que percibirá el vehículo de propósito especial**

Con respecto a las proyecciones de flujos estimados, la Superintendencia determina si existe consistencia con la información del prospecto y con los supuestos enunciados y si es necesario revelar en dicho documento riesgos adicionales. En el caso de universalidades y fideicomisos de titularización que emitan valores de contenido crediticio o mixtos, adicionalmente revisa que el flujo de caja, considerando las entradas y salidas de efectivo acumuladas e incluyendo el servicio de la deuda, sea mayor a cero para cada periodo, según lo requiere el Reglamento sobre procesos de titularización.

Esta información debe presentarse para un plazo que abarque la totalidad de los valores que se pretenden emitir sustentados en dichas proyecciones y debe incluir el detalle de los supuestos utilizados para su elaboración y los escenarios de sensibilización respectivos. Con respecto a los supuestos empleados se recomienda considerar lo siguiente:

1. Se debe incluir la fuente de la información sobre el análisis técnico, del mercado, contratos, o cualquier otra, sobre la que se basan los supuestos utilizados, en caso de que aplique.
2. Se deben revelar con un nivel de detalle tal que permita a un tercero evaluar el comportamiento del flujo y crear sus propios ejercicios de sensibilización.
3. Se deben explicar como parte de los supuestos los factores que podrían incidir en el comportamiento estimado de los flujos y la forma en que se procedería en dichas situaciones, aclarando en caso de que aplique, las limitaciones existentes para la explotación de cualquier activo que forme parte del patrimonio del vehículo e titularización.

En relación con los escenarios de sensibilización que deben presentarse, estos deben incluir el efecto en el flujo de caja del vehículo del propósito especial de la variación de los factores relevantes de los activos o flujos a titularizar, así como de cualquier otro supuesto significativo.

1. **Contrato de cesión de activos**

Este documento es de suma importancia en los procesos de titularización, porque a partir de este es que se da el traslado de los activos y flujos a titularizar al vehículo de propósito especial y la separación de los riesgos inherentes al originador. Dentro de los aspectos que se verifican en la Superintendencia están los siguientes:

1. Capacidad jurídica de las partes para suscribir el contrato. Se analiza si el participante que desea realizar la cesión esté facultado para dicho acto y si el activo subyacente se puede ceder al vehículo de propósito especial.
2. Objeto del contrato y condiciones de la cesión. En este sentido se corrobora que la cesión de los activos o flujos a titularizar sea incondicional y sin responsabilidad de estos por parte del originador.
3. Detalle de los activos que se ceden al vehículo de propósito especial.
4. Plazo del contrato de cesión, el cual debe estar acorde con el plazo de las emisiones.
5. Que los términos del contrato sean consistentes con la información incluida en el resto de la documentación presentada para el trámite de autorización.

El contrato de cesión de activos podrá presentarse en borrador junto con la solicitud de inscripción, no obstante, una vez emitida la resolución de autorización deberán remitirse mediante certificación notarial original en el plazo que allí se indique. En este último caso, se verifica que los términos del documento original coincidan con los de la última versión presentada para la autorización y que se cumplan con ciertos aspectos formales relacionados con la certificación notarial, por ejemplo, que no tenga una antigüedad mayor a tres meses y que incluya la indicación expresa de que el contenido y los términos de los documentos que se están certificando se mantienen vigentes a la fecha de su expedición.

1. **Detalle de los activos subyacentes a titularizar que incluya información sobre las características y el historial de cada uno de los activos.**

Este requisito tiene como objetivo que los inversionistas cuenten con la fuente primaria de información sobre los activos subyacentes que les permita realizar sus propios análisis y valoraciones sobre el desempeño y riesgos asociados a la estructura de titularización.

Dentro de la información que se recomienda revelar en el caso de titularizaciones de créditos se encuentra la siguiente:

* Número de operación
* Fecha de formalización
* Fecha de vencimiento
* Plazo al vencimiento
* Monto original del crédito
* Saldo actual del crédito
* Moneda
* Tipo de tasa de interés (fija, ajustable)
* Tasa de referencia en caso de tasas ajustables
* Tasa de interés
* Razón Cuota/Ingreso
* Razón Préstamo/ Avalúo
* Periodicidad de pago de intereses
* Días de mora actual y días de mora máxima que ha presentado en los últimos 2 años.
* Si el crédito ha estado en cobro judicial en los últimos 2 años
* Si el crédito ha sido refinanciado o readecuado en los últimos 2 años
* Calificación de riesgo del deudor. Se debe indicar si la categoría de riesgo definida responde a la escala establecida por la Superintendencia General de Entidades Financieras o a una escala interna establecida por el originador. En este último caso, en el prospecto se debe incluir además una breve explicación de la metodología para determinar dicha calificación.

En el caso de titularizaciones de contratos de arrendamientos se recomienda incorporar en el detalle de los activos subyacentes, entre otras cosas y en lo que resulte aplicable, lo siguiente:

* Número de contrato
* Fecha de formalización
* Fecha de vencimiento
* Periodicidad de pago de la cuota de arrendamiento
* Moneda y monto de la cuota de arrendamiento
* Mecanismo y periodicidad de ajuste de la cuota de arrendamiento
* Días de mora actual y días de mora máxima que ha presentado en los últimos 2 años (si aplica)

En el caso de activos subyacentes distintos de créditos y de contratos de arrendamiento, la información de las características y del historial de cada de los activos deberá ajustarse a la naturaleza específica de los flujos a titularizar.

1. **Prospecto**

El prospecto es un documento de suma relevancia pues constituye el principal medio para brindar información a los inversionistas sobre los valores, el vehículo de propósito especial que emite, el proceso de titularización, las características de los activos subyacentes a titularizar, los participantes que intervienen, la estructuración financiera y los riesgos asociados, de forma que estos tomen decisiones de inversión informadas.

En primera instancia, la Superintendencia revisa que dicho documento cumpla con el contenido mínimo establecido en la Guía para la elaboración de prospectos de emisiones provenientes de procesos de titularización. Adicionalmente, verifica que la información incluida en el prospecto sea consistente con el resto de la documentación que acompaña la solicitud de autorización. Por otra parte, de la revisión integral de los requisitos aportados así como de la información disponible del vehículo de propósito especial en noticias y en internet, se identifica si se requiere solicitar revelaciones o riesgos adicionales derivados de la estructuración o de su situación específica, que constituyan información importante para los inversionistas. Finalmente, se analiza si el procedimiento operativo mediante el cual los flujos ingresarán al vehículo de propósito especial no contraviene el principio de separación patrimonial.

1. **Garantías y mejoradores crediticios**

En caso de que la emisión cuente con alguna garantía o mejorador crediticio específico, se corrobora que exista suficiente información para los inversionistas en cuanto al tipo de garantía o mejorador, porcentaje que representa de la emisión, su importe (si aplica), plazo por el cual se otorga y procedimiento que deben seguir los inversionistas para ejecutar la garantía (si aplica). Adicionalmente, se revisa que la información referente a este tema en todos los documentos de la oferta sea consistente y no existan discrepancias.

En caso de que las garantías se otorguen a través de un contrato de garantía real o un fideicomiso de garantía, se corrobora, entre otras cosas:

1. Capacidad jurídica de las partes para suscribir el contrato y el objeto del contrato.
2. Detalle de los bienes que se dan en garantía y si cuentan con gravámenes y anotaciones.
3. Que se especifique claramente los derechos así como las responsabilidades y obligaciones de las partes.
4. Procedimiento de ejecución de la garantía.
5. Plazo del contrato así como las causales de terminación.

Los contratos relacionados con las garantías podrán presentarse en borrador junto con la solicitud de inscripción, no obstante, una vez emitida la resolución de autorización deberán remitirse mediante certificación notarial original en el plazo que allí se indique. En este último caso, se verifica que los términos de los documentos originales coincidan con los de la última versión presentada para la autorización.

Por otro lado, las certificaciones notariales que se aporten como parte de la documentación de la garantía deberán cumplir con ciertos aspectos formales, por ejemplo, que no tengan una antigüedad mayor a tres meses y que incluyan la indicación expresa de que el contenido y los términos de los documentos que se están certificando se mantienen vigentes a la fecha de su expedición.

1. **Requisitos adicionales para fideicomisos de titularización**
2. **Contrato de fideicomiso**

Este es un requisito básico para la autorización de un fideicomiso que pretenda emitir valores de oferta pública y debe guardar consistencia con el resto de la documentación de autorización presentada para el trámite.

Dentro de los requerimientos que se verifican están:

1. Capacidad jurídica de las partes para suscribir el contrato y el objeto del contrato.
2. Derechos, responsabilidades y obligaciones de las partes, los cuales deben ser consistentes con el Código de Comercio. Particularmente se revisa que no exista una delegación de responsabilidades propias del fiduciario en uno o varios comités especiales u otros participantes del fideicomiso, que transgreda las disposiciones del Código de Comercio.
3. Que el plazo del fideicomiso esté acorde con el plazo de la emisión.
4. En quién recae la facultad para definir las características de las emisiones y de gestionar su modificación en caso de que se requiera. En este sentido, se debe presentar adicionalmente el documento en el que consten las características acordadas como parte de la solicitud de inscripción.
5. Detalle de los bienes que conformarán el patrimonio y la forma y el plazo estimado en que el fideicomitente transmitirá al fiduciario dicho patrimonio.
6. Instrucciones para la operativa del fideicomiso.
7. Causales de terminación del contrato, mecanismo de liquidación del patrimonio y tratamiento que se brindará a las obligaciones remanentes, incluyendo las emisiones vigentes.
8. En el caso de fideicomisos de titularización que propongan la inclusión posterior de activos subyacentes para respaldar nuevas emisiones, se verifica que dicha posibilidad quede expresamente establecida en el contrato de fideicomiso.
9. Que no existan disposiciones sobre confidencialidad de la información que contravengan la difusión de información a los inversionistas propia de los esquemas de oferta pública.
10. Que el procedimiento para la sustitución del fiduciario se ajuste a lo establecido en el Código de Comercio y que para dicho acto no se requiera la aprobación de la SUGEVAL, por cuanto no es de su competencia.

El contrato de fideicomiso podrá presentarse en borrador junto con la solicitud de inscripción, no obstante, una vez emitida la resolución de autorización deberán remitirse mediante certificación notarial original en el plazo que allí se indique. En este último caso, se verifica que los términos del documento original coincidan con los de la última versión presentada para la autorización y que se cumplan con ciertos aspectos formales relacionados con la certificación notarial, por ejemplo, que no tenga una antigüedad mayor a tres meses y que incluya la indicación expresa de que el contenido y los términos de los documentos que se están certificando se mantienen vigentes a la fecha de su expedición.

1. **Estados financieros auditados del fideicomiso para el último periodo fiscal, que incluya dos años comparativos, de acuerdo con las normas contables aprobadas por el CONASSIF.**

El análisis que la Superintendencia efectúa de los estados financieros del emisor tiene tres componentes:

1. Revisión del cumplimiento de ciertos aspectos básicos de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), relacionados con:

* Presentación de estados financieros completos (NIC 1)
* Estructura básica de los estados financieros (NIC 1)
* Información comparativa con respecto al periodo anterior (NIC 1)
* Hipótesis de negocio en marcha (NIC 1)
* Revelación de las normas contables aplicadas (NIC 1)
* Revelación de hechos subsecuentes y contingencias (NIC 1)
* Aspectos relacionados con las Normas Internacionales de Auditoría (NIA) referentes a :
  + Opinión a los estados financieros (NIA 705)
  + Salvedades, limitaciones al alcance u otro tipo de anotación en la opinión (NIA 705)

Cabe señalar que esta revisión no exime al solicitante de sus responsabilidades en relación con el cumplimiento de las normas legales y contables que le aplican.

1. Análisis para determinar la consistencia de las revelaciones del prospecto o bien para identificar si es necesario solicitar revelaciones adicionales, especialmente en las secciones de riesgos y de información general del emisor, de forma que dicha información esté disponible para los inversionistas al momento de tomar sus decisiones de inversión.
2. Verificación de que la información financiera auditada haya sido preparada por una firma de auditoría externa o un auditor externo independiente, inscrito en el Registro de Auditores Elegibles que forma parte del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Este requisito aplica en caso de que el fideicomiso se encuentre en operación al momento de la solicitud de autorización de oferta pública. Cuando el vehículo cuente con solo un año de constitución, no se requerirá el comparativo de dos años.

Durante el proceso de autorización, la información financiera auditada deberá actualizarse según las fechas establecidas en el cronograma de presentación de información periódica, el cual se puede consultar en la página web de la SUGEVAL, en la sección “Normativa Contable” del apartado “Normativa”.

1. **Estados financieros intermedios completos del fideicomiso para el último periodo trimestral, de acuerdo con las normas contables aprobadas por el CONASSIF.**

Con respecto a los estados financieros trimestrales, se revisan los siguientes aspectos básicos de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF):

* Presentación de estados financieros completos (NIC 1)
* Estructura básica de los estados financieros (NIC 1)
* Información comparativa con respecto al periodo anterior (NIC 1)
* Revelación de las normas contables aplicadas (NIC 1)

Además, se verifica que lleven la firma del gerente general, del contador o del gerente financiero, así como del auditor interno de la empresa. Finalmente, dichos estados, junto con la información financiera auditada del fideicomiso de titularización, se analizan para determinar la consistencia de las revelaciones del prospecto o la necesidad de requerir nuevas revelaciones.

Este requisito aplica en caso de que el fideicomiso se encuentre en operación al momento de la solicitud de autorización de oferta pública. Durante el proceso de autorización, la información financiera trimestral deberá actualizarse según las fechas establecidas en el cronograma de presentación de información periódica, el cual se puede consultar en la página web de la SUGEVAL, en la sección “Normativa Contable” del apartado “Normativa”.

1. **Requisitos adicionales para universalidades**
2. **Certificación notarial del acuerdo del consejo de administración de la sociedad titularizadora en la que se acordó constituir la universalidad y realizar oferta pública de la emisión.**

Con la revisión de este requisito lo que se pretende es verificar que la decisión de constituir la universalidad y de realizar oferta pública de la emisión haya sido tomada por el órgano competente, que el acuerdo tomado incluya cierta información mínima y que lo revelado en el prospecto sea consistente con los términos acordados por ese órgano.

Independientemente del tipo de emisión (valores de contenido crediticio o valores mixtos), el acuerdo del consejo de administración debe indicar como mínimo:

1. Decisión de constituir la universalidad.
2. Monto de la emisión.
3. Decisión de realizar oferta pública.
4. Características de la emisión o bien delegación de la potestad para definir dichas características y para modificarlas en caso de que así se requiera, en la administración de la sociedad titularizadora[[1]](#footnote-1). Sobre este aspecto conviene resaltar que dicha delegación ha demostrado ser un aspecto conveniente en la práctica, pues brinda al emisor mayor flexibilidad en el proceso de autorización de oferta pública. En caso de darse esta delegación, deberá aportarse además el documento[[2]](#footnote-2) en el que consten las características acordadas como parte de la solicitud de inscripción.

El acta del consejo de administración debe presentarse mediante una certificación notarial, en la que se verificarán los siguientes aspectos formales:

1. Que indique expresamente que el contenido y los términos de los documentos que se están certificando se mantienen vigentes a la fecha de su expedición.
2. Que su antigüedad no sea mayor a 3 meses con respecto a la fecha de presentación de la solicitud de autorización de oferta pública.

1. En el acta debe quedar claro si la delegación es a una persona específica o bien, si es genérica en razón del cargo (por ejemplo, al representante legal). Esta última modalidad permite que cualquiera de los representantes legales de la empresa defina las características de las emisiones, evitando los inconvenientes en caso de que un funcionario específico no se encuentre disponible. [↑](#footnote-ref-1)
2. El prospecto firmado por el representante legal de la sociedad titularizadora sirve para estos efectos y no se requiere presentar un documento adicional. [↑](#footnote-ref-2)