**PRINCIPIOS ORIENTADORES PARA EL CUMPLIMIENTO DE DETERMINADOS REQUISITOS DE OFERTA PÚBLICA PARA LA INSCRIPCIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN NO FINANCIEROS**

**(FONDOS DE INVERSIÓN DE DESARROLLO DE PROYECTOS Y FONDOS DE INVERSIÓN DE TITULARIZACIÓN)**

***I. FONDOS DE INVERSIÓN DE DESARROLLO DE PROYECTOS***

El presente documento tiene como objetivo orientar a los interesados en solicitar la autorización de oferta pública de fondos de inversión de desarrollo de proyectos, para la presentación de algunos de los requisitos establecidos en la normativa.

Los principios que aquí se señalan no presuponen un requerimiento adicional con respecto a lo establecido en la regulación vigente, 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 los requisitos establecidos.

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 la inscripción de fondos de inversión de desarrollo de proyectos, se encuentran establecidos en el Reglamento sobre sociedades administradoras y fondos de inversión, el cual debe ser consultado de previo a la presentación de una solicitud de autorización.

1. **Condiciones que deben cumplir los proyectos**

Al momento de estructurar un fondo de inversión de desarrollo de proyectos es necesario verificar de forma previa que el proyecto a desarrollar se ajusta al concepto establecido para este tipo de fondo en el Reglamento sobre sociedades administradoras y fondos de inversión.

En particular, se debe corroborar que el alcance del proyecto por desarrollar esté claramente delimitado, de forma que se puedan identificar qué obras se van a desarrollar, cuándo, cómo, dónde, si se desarrollará por etapas y si incluye estructuras de ingeniería, instalaciones físicas o equipamiento y la prestación de servicios complementarios relacionados con el cuidado y mantenimiento de los activos.

Es importante considerar que si el proyecto se encuentra en una etapa de diseño, no significa que no deba cumplir con la delimitación del alcance mencionada o con cualquier otra condición establecida por la normativa. En ese sentido, el proyecto podría tener un nivel de avance tal que le permita tener la legitimación para utilizar los terrenos, de manera tal que se pueda lograr la separación patrimonial a través de fondo de inversión de previo a la autorización, así como definir y revelar el plan de inversión y la estructura de financiamiento, entre otros aspectos; no obstante también se admite que no se cuente con dicha legitimación de previo a la autorización, para lo cual el proyecto debe contar con contratos de promesa de compraventa y opción, u otros contratos, con el fin de procurar la compra de terrenos e inmuebles, en cuyo caso se debe revelar en el prospecto la existencia de la opción de compra, sus plazos y demás condiciones.

1. **Acta junta directiva que haya acordado la constitución del fondo**

Con la revisión de este requisito lo que se pretende es verificar que la decisión de constituir el fondo y de realizar oferta pública 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.

El acuerdo del consejo de administración debe indicar como mínimo:

1. Decisión de constituir el fondo.
2. Monto de capital autorizado.
3. Decisión de realizar oferta pública.
4. Características del fondo o bien delegación de la potestad para definir y modificar dichas características en la administración de la sociedad administradora[[1]](#footnote-1), en caso de que así se requiera. Sobre este aspecto conviene resaltar que dicha delegación ha demostrado ser un aspecto conveniente en la práctica, pues brinda a la sociedad administradora mayor flexibilidad en el proceso de autorización de oferta pública.

El acta del consejo de administración debe presentarse mediante una copia certificada o testimonio de la protocolización, en el 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.
3. **Calificación de riesgo**

La calificación de riesgo del fondo de inversión no es un requisito para el trámite de autorización del fondo, no obstante una vez que se cumplen los plazos establecidos en la normativa debe ser presentada de acuerdo con lo definido en el Reglamento sobre sociedades administradoras y fondos de inversión.

1. **Copia de los contratos refrendados por parte de la Contraloría General de la República en los casos en que participe la Administración Pública y que requieran del refrendo.**

En los contratos en los que participe la Administración Pública y cuando resulte aplicable, se deberá presentar copia del refrendo de la Contraloría General de la República (CGR) con el fin de corroborar la validez legal de dichos contratos. De especial interés reviste el alcance de la injerencia que le de la CGR a la Administración Pública involucrada, pues de esto dependerá las revelaciones sobre dicha injerencia y las responsabilidades que conlleva. En caso de que la CGR determine que el fondo de inversión debe aplicar los principios de contratación administrativa, en el prospecto se debe incluir la descripción respectiva, aclarando si se aplicará el régimen recursivo de la Contraloría General de la República (CGR), en cuyo caso se deben revelar las implicaciones para el proyecto y para los inversionistas y revelar los riesgos propios derivados de dichos procesos, incluyendo los sobreplazos.

Adicionalmente, en el momento en que se presente este documento se analizará si los términos del refrendo son consistentes con la información incluida en el prospecto y si es necesario solicitar alguna revelación adicional en cuanto al fondo de inversión, su operativa y los riesgos asociados.

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 proyecto a desarrollar, los participantes que intervienen, el estudio de factibilidad financiera, la estructura de financiamiento y plan de inversión, la estructura de gestión y de control 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 y remisión de prospectos de fondo de inversión. Adicionalmente, verifica que la información incluida en el prospecto sea consistente con el resto de la documentación que acompaña la solicitud de autorización.

Finalmente, de la revisión integral de los requisitos aportados así como de la información disponible 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.

Con el fin de orientar a los interesados al momento de preparar algunas de las revelaciones en los prospectos de los fondos de desarrollo de proyectos recomienda considerar también los siguientes aspectos:

Estudio de factibilidad financiera del proyecto y proyecciones financieras del fondo

El estudio de factibilidad financiera del proyecto incluye una evaluación de los todos flujos de ingresos y costos que tendrá el proyecto para finalmente concluir si, a criterio del profesional que elaboró el estudio, es conveniente llevar a cabo dicho proyecto. Se recomienda valorar además el perfil y la experiencia en la realización de análisis similares de previo a la contratación del servicio.

Sobre la revelación del estudio de factibilidad financiero del proyecto, se determina si existe consistencia con las proyecciones financieras del fondo (flujo de caja, estados financieros proyectados y supuestos) y demás documentación presentada para el trámite y si es necesario revelar en el prospecto riesgos o información adicional que pueda ser de interés para los inversionistas que están valorando su inversión en el fondo de inversión.

Con respecto a las proyecciones financieras del flujo de caja, del estado de situación y del estado de resultados integral del fondo de inversión que deben formar parte del prospecto, la Superintendencia analiza si las proyecciones son consistentes con los supuestos enunciados.

Las proyecciones financieras deben presentarse para un plazo que abarque la totalidad de los valores que se pretenden emitir sustentados en dichas proyecciones y deben incluir el detalle de los supuestos utilizados para su elaboración, y escenarios de sensibilización respectivos. En el caso de los supuestos 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 de los estados financieros proyectados y crear sus propios ejercicios de sensibilización.
3. Se deben revelar en el prospecto los posibles factores que podrían incidir en el comportamiento estimado de los flujos, sus riesgos, la gestión respectiva y cualquier limitación que exista para la utilización de los activos que formen parte del fondo de inversión.

Aspectos de mercado y técnicos del proyecto

Con respecto a los aspectos de mercado y técnicos del proyecto, se determina si existe consistencia con la información revelada a través del prospecto y con la demás documentación (en caso de que se aporten documentos adicionales) y además si de esta información se desprenden aspectos relevantes sobre los cuales se deba solicitar alguna revelación.

Dentro de los aspectos de mercado se recomienda revelar aspectos tales como demanda, precios, tráfico y entre otros.

Por otro lado, en lo referente a aspectos técnicos del proyecto se recomienda revelar aspectos tales como impacto ambiental, impacto vial, suelos, demanda, tráfico, técnico, mercado, financiero, económico, hidrológico, valuación, arqueológico, contemplando a su vez los aspectos legales, entre otros que se consideren relevantes.

Estructura de financiamiento y justificación

La estructura de financiamiento y su justificación debe estar claramente definida en el prospecto, en la subsección de “Plan de Inversión” del prospecto.

Se debe revelar el porcentaje que se pretende financiar a través del aporte patrimonial inicial, emisiones de deuda y de participación en el mercado de valores, créditos de bancos, créditos de terceros, etc. Adicionalmente, recomienda revelar las fuentes de financiamiento alternativo a las que podría recurrir el fondo en caso de que no se cumpla a cabalidad el plan de inversión y la estructura de financiamiento propuesto.

En términos de la justificación de la estructura de financiamiento se recomienda revelar las consideraciones generales sobre el nivel de aporte patrimonial propuesto en relación con el nivel de riesgo y otros elementos de la estructura planteada, como por ejemplo el nivel, fuente, condiciones de los financiamientos contemplados y los ingresos previstos durante el desarrollo del proyecto, las condicionantes de los flujos esperados, la estructura contractual, u otros.

Finalmente, se determina si existe consistencia entre la estructura de financiamiento planteada, la información del estudio de factibilidad revelada y las proyecciones financieras del fondo de inversión y sus supuestos.

II. ***FONDOS DE INVERSIÓN DE TITULARIZACIÓN***

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 con respecto a los fondos de inversión de titularización.

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 y en el Reglamento sobre sociedades administradoras y fondos de inversión, los cuales deben ser consultados 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.

1. **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 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.

1. **Acta junta directiva que haya acordado la constitución del fondo**

Con la revisión de este requisito lo que se pretende es verificar que la decisión de constituir el fondo y de realizar oferta pública 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.

El acuerdo del consejo de administración debe indicar como mínimo:

1. Decisión de constituir el fondo.
2. Monto de la emisión.
3. Decisión de realizar oferta pública.
4. Características del fondo 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 administradora[[2]](#footnote-2). 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.

El acta del consejo de administración debe presentarse mediante una copia certificada o testimonio de la protocolización, en el 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.
3. **Prospecto**

El prospecto es un documento de suma relevancia pues constituye el principal medio para brindar información a los inversionistas sobre los valores, 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 el SGV-A-158 Guía para la elaboración y remisión de prospectos de fondos de inversión. 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 principalmente 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. **Calificación de riesgo**

La calificación de riesgo del fondo de inversión no es obligatoria para el trámite de autorización del fondo, no obstante en forma previa a la captación de recursos de los inversionistas se deberá incorporar el primer paquete de activos y deberá acompañarse de la calificación de riesgo respectiva.

1. **Proyecciones financieras de los flujos estimados que percibirá el fondo de inversión**

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.

Esta información debe presentarse para un plazo que abarque el plazo máximo de vencimiento del paquete de activos subyacentes con una antigüedad máxima de 3 meses. 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 de titularización.

En relación con los escenarios de sensibilización que deben presentarse, estos deben incluir el efecto en el flujo de caja del fondo de inversión 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 fondo de inversión 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 fondo de inversión.
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 fondo de inversión.
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. 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 del fondo, evitando los inconvenientes en caso de que un funcionario específico no se encuentre disponible. [↑](#footnote-ref-1)
2. 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 del fondo, evitando los inconvenientes en caso de que un funcionario específico no se encuentre disponible. [↑](#footnote-ref-2)