

Para ver aviso legal de clic en el siguiente **Hipervínculo**
(NECESITA CONEXIÓN A INTERNET)
<http://cijulenlinea.ucr.ac.cr/condicion.htm>

INFORME DE INVESTIGACIÓN CIJUL

TEMA: TITULARIZACIÓN EN EL SECTOR PÚBLICO

RESUMEN:

En el presente informe se desarrolla el tema de la titularización de activos en el sector público y en general. Para ello, se utilizan fuentes normativas, doctrinarias y jurisprudenciales.

Índice de contenido

1 DOCTRINA.....	2
A) Existencia de un mercado de capitales.....	3
1) La falta de estandarización de las emisiones.....	4
2) La falta de incentivos y de credibilidad de la información contable y administrativa de las empresas emisoras nacionales.....	6
3) La debilidad de la inversión institucional colectiva.....	7
4) Mercados extranjeros.....	7
B) La falta de uniformidad de los créditos.....	8
C) Estructuración de las tasas de interés.....	11
SECCIÓN II: Análisis jurídico del Reglamento de oferta pública de valores provenientes de procesos de titularización de activos.....	12
A) Concepto.....	12
B) Activos Titularizables.....	14
C) Vehículos de Titularización.....	15
C) Títulos emitidos.....	16
D) Otros aspectos.....	18
SECCIÓN III: Análisis jurídico de las principales regulaciones jurídicas que afectan el desarrollo del proceso de titularización de activos en nuestro país.....	20
CONCLUSIONES.....	21
II. Papel de la Superintendencia General de Valores en los procesos de titularización.....	25
A) ANTECEDENTES, FUNCIÓN Y POTESTADES DE LA SUGEVAL.....	25
B) DIRECTRICES DE LA SUGEVAL.....	28

2	NORMATIVA	29
	[Reglamento de oferta pública de valores provenientes de procesos de titularización].....	29
	[Ley reguladora del mercado de valores].....	44
3	JURISPRUDENCIA	45
	[Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia].....	45

1 DOCTRINA

[Jiménez Monge, Sebastián¹]

SECCIÓN I:

Análisis jurídico de algunas características del mercado bursátil costarricense que afectan a la Titularización

En el ámbito general existen múltiples elementos cuya presencia es necesaria en el mercado bursátil nacional para que los procesos de titularización se puedan implementar, algunos de los cuales escapan del ámbito jurídico y propiamente del tema del presente trabajo de investigación. No obstante, al considerar las experiencias en otros países, es importante destacar que, además del marco legal e impositivo, existen otros factores elementales presentes en el mercado bursátil nacional cuyo conocimiento nos hará comprender más a fondo el tema en estudio.

En este sentido, la Superintendencia General de Valores, en adelante SUGEVAL, ha tenido un papel sobresaliente en cuanto al impulso y desarrollo de la titularización en el mercado nacional. Dentro de los objetivos de esta entidad para favorecer el desarrollo de la titularización han estado, entre otros, la implementación de un reglamento que regulara las operaciones de titularización, la estructuración de un mercado de capitales, la búsqueda de estandarización de la emisiones de oferta pública, incentivos tanto fiscales como económicos a los emisores y la disminución del costo de la intermediación bursátil, algunos de los cuales estudiaremos en esta sección.

A continuación analizaremos desde la perspectiva jurídica algunos

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

de los principales aspectos del mercado de valores que afectan el desarrollo de la titularización de activos en nuestro país. Asimismo, se hará referencia a algunas recomendaciones hechas por la doctrina y por el autor para mejorar en este sentido.

A) Existencia de un mercado de capitales

En muchos mercados emergentes como el nuestro, las emisiones a largo plazo no son comunes y en consecuencia, el establecimiento de precios para las emisiones de titularización se dificulta, lo que provoca en el inversionista un desestímulo para la demanda de estos instrumentos. En este sentido es importante resaltar que el desarrollo de la titularización en nuestro país está directamente relacionado con la existencia o desarrollo de un mercado de largo plazo o de capitales.

En nuestro país, el primer y más claro intento por desarrollar un mercado de capitales se dio con la entrada en vigencia de la Ley Reguladora del mercado de Valores en 1997 (Ley No.7732), y posteriormente con todas las regulaciones emitidas a la sombra de dicho cuerpo legal. Al respecto, encontramos que el artículo primero de dicha ley establece el objeto que se pretende regular:

"ARTÍCULO 1.-Objeto-. Esta ley tiene por objeto regular los mercados de valores, las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos, los actos o contratos relacionados con tales mercados y los valores negociados en ellos".

El objetivo de la reforma iniciada por dicha ley implica dos áreas principales, desde el punto de vista del Estado, la necesidad de mecanismos más estables y eficientes en el financiamiento de la deuda pública, dentro del cual encontramos el diseño de los títulos de gobierno estandarizados y las emisiones indexadas con la finalidad de ampliar el plazo de la deuda. Desde el punto de vista del sector privado, se pretende aumentar el peso del mercado de valores de tal manera que las operaciones aumenten la desintermediación financiera y favorezcan la canalización de la demanda a largo plazo, favoreciendo el desarrollo de instrumentos de captación propios de un mercado de capitales.

Actualmente, a pesar de la implementación de una serie de

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

lineamientos tendientes a que el mercado de capitales se constituya como un medio adecuado para canalizar eficientemente la inversión productiva y los instrumentos de mediano y largo plazo, los resultados obtenidos hasta el momento no han sido los esperados. A pesar del esfuerzo de la SUGEVAL por regular las operaciones del mercado bursátil, aún persisten algunos aspectos negativos de carácter extrajurídico dentro de la estructuración del mismo.

El mercado financiero costarricense se ha caracterizado por ser un mercado de corto plazo, debido a diversas causas entre las cuales podemos señalar, los altos niveles de inflación, las expectativas de devaluación de la moneda y la tendencia del gobierno y del Banco Central de emitir deuda a corto plazo para resolver sus necesidades financieras y controlar el medio circulante. De acuerdo a esto, la mayor parte de las transacciones en el mercado bursátil se han caracterizado por ser de plazos menores a un año y principalmente de títulos de deuda emitidos por el gobierno, en donde el mercado de accionario representa menos del 1% del total de las operaciones bursátiles.

La escasez de la inversión de largo plazo en el mercado de valores de Costa Rica obedece a múltiples razones, y como se mencionó anteriormente, algunas de las cuales escapan del ámbito legal. No obstante, para ampliar nuestro criterio al respecto, a continuación se enumeran algunas de las principales limitantes del desarrollo del mercado de capitales en nuestro país.

1) La falta de estandarización de las emisiones

El principal elemento que limita la profundidad de un mercado secundario es la heterogeneidad de los títulos emitidos por el sector público. En la política de emisión del Estado existe un dilema entre emitir los títulos que satisfagan las necesidades particulares de cada grupo de inversionistas, con la consiguiente pérdida de liquidez y encarecimiento de la captación, o emitir títulos más homogéneos, menos ajustados a las necesidades de todos los inversionistas, pero susceptibles de ser negociados con facilidad en un mercado secundario.

La falta de homogeneidad puede tener efectos muy negativos, sobre todo, en el desarrollo del sistema financiero, por la función de

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

referencia que cumplen los precios de los títulos de deuda pública en el mercado secundario. En Costa Rica, durante bastantes años se ha optado por emitir títulos hechos a la medida del cliente. Esta diversidad de títulos públicos produce una segmentación dentro del mercado que dificulta la fijación de precios.

Por otra parte, esta política de emisión de títulos heterogéneos del Estado ha sido repetida por el sector privado, cuyo volumen nunca ha superado 10% de las emisiones totales de deuda pública. Los emisores privados han llevado al extremo la individualización de los títulos, y emiten títulos a la medida de las necesidades de cada inversionista individual.

En busca de una solución al problema, la SUGEVAL, mediante el Reglamento sobre Oferta Pública de Valores, ha establecido ciertos parámetros jurídicos en busca de la estandarización de los títulos que se negocian en el mercado bursátil nacional. Específicamente, el artículo 10 de dicho reglamento hace referencia a la prohibición de realizar oferta pública de valores no seriados, es decir, no estandarizados.

"Artículo 10. Prohibición de oferta pública de valores no seriados. Únicamente podrán ser objeto de oferta pública los valores emitidos en serie, de conformidad con lo dispuesto en el artículo siguiente, con la excepción de los valores individuales emitidos por las entidades sujetas a la supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras.

No obstante lo anterior los valores no seriados emitidos por dichas entidades a más de 360 días no podrán negociarse en el mercado secundario".

Las únicas entidades que están exceptuadas de las obligaciones de estandarización son las entidades sujetas a la supervisión de la Superintendencia General Entidades Financieras, en adelante SUGEF. El Estado y las instituciones públicas no bancarias sí estarán obligados a estandarizar todas las emisiones que lancen al mercado.

En el mismo sentido, el Ministerio de Hacienda, ha implementado desde hace varios años una estrategia para estandarizar los títulos emitidos por el gobierno central, dentro de los cuales encontramos los TIAB (tasas de interés ajustable de los bonos), tasa sica, TINDEX (títulos indexados), DOLEC (títulos en dólares); TUDES (títulos de idades de desarrollo) y los títulos de propiedad

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

de deuda pública.

También se implemento como requisito que las emisiones estandarizadas deberán decir un monto mínimo de cien millones de colones o su equivalente en dólares al tipo cambio de compra del Banco Central, y un número mínimo de doscientos valores, a efectos de asegurar la existencia de un volumen suficiente de valores para dar afíndidad al mercado secundario.

2) La falta de incentivos y de credibilidad de la información contable y administrativa de las empresas emisoras nacionales

En un país tan pequeño como el nuestro, la mayoría de las empresas con una trayectoria y alta credibilidad en el mercado son empresas familiares con una condición de muchos años y dentro de las cuales existen una serie de valores, costumbres y prácticas no adecuadas desde el punto de vista contable y administrativo. Dichas prácticas, por ser usualmente contrarias a principios generalmente aceptados y permitidos para empresas que cotizan en el mercado bursátil, limitan la posibilidad de las mismas de financiar sus operaciones y proyectos mediante emisiones de oferta pública. Al respecto, la necesidad de implementar mecanismos que hagan fiable y comparable la información suministrada por las empresas interesadas en financiarse por medio del mercado de valores, es uno de los aspectos más importantes para el desarrollo de un mercado accionario en el país.

En cuanto a lo anterior, debemos señalar que situaciones como las que se presentaron con las empresas de supermercados Periféricos, S. A. y la de automóviles Lachner y Sáenz, S. A., vinieron a crear una mayor desconfianza e incertidumbre dentro del inversionista nacional, principalmente porque la información financiera y contable que dichas empresas brindaban a la entidad reguladora del mercado de valores no reflejaban su verdadera capacidad de pago y las calificaciones otorgadas por las calificadoras de riesgo eran muy altas.

Por otro lado, en el ámbito internacional podemos encontrar el caso Enron, gigante empresa energética que fuese calificada por la revista Fortune como la séptima más grande de los Estados Unidos, y cuyas acciones llegaron a transarse en la Bolsa de Nueva York. Este caso ha generado no solo una enorme deuda financiera que gira

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

alrededor de los U\$ 1.000 millones, sino también grandes pérdidas para sus inversionistas y una gran desconfianza en el mercado de valores estadounidense. A partir de esta experiencia, se está analizando el funcionamiento de la mayoría de los lineamientos contables y financieros a seguir por las empresas que realicen oferta pública, con la finalidad de recuperar el interés del mercado mundial por invertir en títulos de participación accionarios.

Finalmente, no menos importante es el problema que existe en nuestro país debido a la doble imposición tributaria que surge con el pago de dividendos sobre títulos de participación, pues tanto la empresa como el inversionista deben tributar sobre la misma base. Este aspecto, a criterio del autor ha sido uno de los aspectos que ha limitado para el desarrollo del mercado accionario a nivel nacional, pues a las empresas les resulta más rentable financiarse mediante deuda.

3) La debilidad de la inversión institucional colectiva

La demanda de inversionistas institucionales por los instrumentos derivados del esquema de titularización es un aspecto muy importante, ya que confieren al mercado de valores mayores grados de profundidad y liquidez. Por lo tanto, uno de los retos que deben intentarse para el desarrollo del mercado de valores es el aumento de la participación del público. Este objetivo se logra por medio de las figuras de inversión colectiva (fondos de inversión y de pensiones), que funcionen según reglas adecuadas a su naturaleza de instrumento de inversión masiva. El auge y las expectativas de crecimiento de estos fondos de inversión colectiva representan una demanda potencial adecuada para el desarrollo de instrumentos de captación de mediano y largo plazo.

Los inversionistas institucionales, como los fondos de inversión y de pensiones, resultan fundamentales para desarrollar la inversión de largo plazo, ya que rebajan considerablemente los costos de transacción y de información. Estos fondos se destinan a inversionistas pequeños y poco evolucionados, en razón de lo cual para desarrollarse deben funcionar con una gran transparencia.

4) Mercados extranjeros

Finalmente, a manera de conclusión es importante resaltar que el desarrollo de un mercado doméstico para la titularización de créditos sólo puede ocurrir si existe un mercado de deuda de largo plazo. Si éste no existe, la única opción para la colocación de los títulos son los mercados internacionales, puesto que en Costa Rica al no contar con instrumentos propios de un mercado de capitales que permita establecer una adecuada formación de precios para un mercado de largo plazo, no existe una demanda suficiente por dichos títulos.

En Costa Rica, la falta de desarrollo del mercado de capitales se refleja en el hecho de que al menos el 50% de los títulos provenientes de procesos de titularización se han vendido el extranjero. Es más, de las cinco iniciativas que se llevaron a cabo en el año 2001, dos de ellas iban dirigidas al mercado norteamericano, entre estas emisiones encontramos el proyecto conjunto de Banco Interfín y Banco de San José, respaldado por la firma norteamericana OPIC, para titularizar su cartera de créditos hipotecarios por US\$62,5 millones, los cuales serán vendidos en ese país.

B) La falta de uniformidad de los créditos

La estandarización o uniformidad de los créditos es un aspecto esencial para la implementación de la titularización, en especial para la titularización hipotecaria, pues recordemos que para estructurar una emisión de titularización es necesario conformar una cartera o conjunto de activos con características uniformes. En nuestro país, la estandarización cobra mucha importancia debido que las carteras de crédito manejadas por la mayoría de las entidades financieras privadas son relativamente pequeña en comparación con otros países, y es por esto que para conformar una cartera de activos puede ser necesaria la participación de diversas instituciones o intermediarios financieros.

Los incisos b) y d) del artículo 3 del "Reglamento Sobre Oferta Pública de Valores Provenientes de Procesos de Titularización, el cual exige como una de las condiciones de la cartera a titularizar, que los derechos que la compongan deban reunir características similares, es decir que sean estandarizados. El

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

mencionado artículo también indica que la uniformidad de la cartera implica la similitud en cuanto a las condiciones de pago, tasa de interés, revisión de las condiciones de pago, penalización por cancelación anticipada, garantías, ejecución, etc.

"Artículo 3. Condiciones de la cartera a titularizar. La cartera de derechos de crédito o cobro a titularizar deberá reunir las siguientes condiciones:

b) Los derechos que componen la cartera deberán reunir características similares. En el caso de carteras de crédito ello implicará la similitud en cuanto a las condiciones de pago, tasa de interés, revisión de las condiciones de pago, penalización por cancelación anticipada, garantías, ejecución, etc...

d) Deberán haber sido seleccionados a partir de criterios preestablecidos por la entidad o en su caso la entidad fructuradora de la emisión que puedan ser además objeto de verificación".

Mediante esta norma lo que se pretende establecer cierta uniformidad en las operaciones de crédito para efectos de la titularización de las mismas. Al respecto, dentro del mercado nacional en el año anterior dos proyectos de titularización fueron desechados debido a la falta de estandarización de los créditos, el de la tarjeta de crédito de la Corporación Servimás del Grupo Más x Menos, que equivalía a US\$7 millones, y el de la cartera de tarjetas de crédito del Banco de Crédito Agrícola de Cartago (Bancrédito), pues en su momento, ambas entidades consideraron que el proceso de estandarizar su cartera de manera posterior a su otorgamiento hacía prohibitivo desde el punto de vista financiero la operación.

En materia de titularización, cabe señalar que la importancia de la estandarización es que la misma permite un cálculo efectivo del riesgo de la totalidad de la cartera, cuyo parámetro sería cualquiera de los activos que la integran, pues el riesgo total de esta se mide mediante una ecuación que representa la suma de todos los riesgos específicos de cada activo. El siguiente fragmento que nos ayuda a ilustrar lo dicho anteriormente:

"Para titularizar no es requisito indispensable estandarizar, pero para lograr una buena operación y reducir el riesgo desde el inicio de la operación, los préstamos o activos que la respalden deben presentar características uniformes. En Costa Rica, el

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

mercado debería ya iniciar los procesos de estandarización de carteras en la organización (estandarización desde la misma solicitud de crédito). Esto hace que el proceso de titularización sea más transparente, menos riesgoso y más barato".

En nuestro país únicamente las entidades financieras del sector privado han tomado en consideración las ventajas de la homogeneización de sus créditos, la titularización hipotecaria se ha reducido a algunas emisiones de entidades financieras privadas, cuya relevancia respecto a la totalidad del mercado hipotecario nacional es insignificante. No obstante, las entidades financieras públicas han reconocido en diversas ocasiones la importancia de la titularización para el mejoramiento del financiamiento hipotecario. A respecto tenemos las palabras pronunciadas por el expresidente del BANHVI:

"La función de canalizador de recursos puede ser desempeñada de diversas formas por parte del BANHVI, una de ellas, quizás la más beneficios puede traer al Sistema Financiero Nacional para la Vivienda, como un todo, es el denominado proceso de titularización".

A manera de conclusión, es importante destacar que para lograr una verdadera estandarización de los créditos requiere la uniformidad de ciertos aspectos fundamentales como el avalúo de las garantías, la documentación y papelería y en las prácticas y políticas crediticias en general. Para facilitar la conformación de carteras de activos y, por ende, el proceso de estructuración de los títulos y reducción de costos, es importante que los intermediarios financieros tomen en cuenta la estandarización de los siguientes aspectos en sus operaciones de crédito:

- Solicitud y documentación de los préstamos o contratos « Monto del crédito
- Tasa de interés
- Plazo del crédito
- Moneda
- Forma de repago de capital
- Uniformidad de las garantías

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

- Avalúo real de las garantías
- Cobertura de riesgos
- Razón entre el préstamo y el valor del crédito ("loan to value ratio")
- Razón entre el nivel de ingresos y el pago del crédito ("payment to income ratio"*)
- Dispersión en tiempo y espacio de los créditos
- Historial de repagos de la cartera y porcentaje de repagos

C) Estructuración de las tasas de interés

En Costa Rica el precio de los recursos financieros está influenciado principalmente por el volumen y la presencia del Gobierno y del Banco Central en las operaciones pasivas del mercado financiero nacional principalmente por el volumen y la presencia del Gobierno y del Banco Central en las operaciones pasivas del mercado financiero nacional.

En este sentido, cualquier emisión de títulos valores, para convertirse en inversión atractiva, debe incorporar un rendimiento equivalente o superior y un riesgo similar a los valores emitidos por el Gobierno y el Banco Central. Por ejemplo, si se piensa titularizar activos hipotecarios relacionados con créditos de vivienda otorgados por el sector público, se debe considerar que la mayor parte de los créditos concedidos por los intermediarios financieros que conforman el Sistema Bancario Nacional en esta línea son otorgados a tasas de interés activas relativamente bajas. Si se compara estas condiciones con las de los valores emitidos por el Gobierno y el Banco Central, se observa que la tasa de interés de estos últimos, a pesar de ser una tasa pasiva, es superior a la tasa activa cobrada en los créditos de vivienda y tiene un menor plazo.

Siendo así, titularizar créditos presenta la circunstancia agravante de que los rendimientos de los títulos emitidos serían de inferior atractivo que los ofrecidos por el Gobierno y el Banco Central, ya que estos dependerían de los rendimientos de la cartera de créditos de vivienda. Además, el margen financiero

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

derivado de contraponer la tasa de interés pagada a los inversionistas y la cobrada por los créditos de vivienda debe permitir cubrir los gastos de administración y las comisiones relacionados con un proceso de titularización.

Finalmente, el problema de las tasas de interés afecta casi exclusivamente a la titularización de créditos hipotecarios, pues las tasas de interés para créditos destinados a otro tipo de operaciones son mucho más altas que las mencionadas anteriormente, y por consiguiente, el margen para realizar titularizaciones es más amplio.

SECCIÓN II: Análisis jurídico del Reglamento de oferta pública de valores provenientes de procesos de titularización de activos.

En nuestro país, la norma que regula los procesos de titularización de activos es el Reglamento sobre la oferta pública de valores provenientes de procesos de titularización aprobado por el Consejo Nacional de Supervisión Financiera mediante el artículo once del Acta de la Sesión 175-2000, celebrada el 4 de setiembre de 2000, publicada en La Gaceta oficial No. 188 del 2 de octubre de 2001.

Es importante mencionar que actualmente se encuentra en consulta dentro de los participantes del mercado de valores el "Reglamento General de Oferta Pública de Valores", propuesta dentro de la cual se encuentra regulada la oferta pública de valores provenientes de procesos de titularización. Dicha propuesta no agregaría mayores cambios a las regulaciones actuales sobre titularización de activos, pero para efectos del presente análisis se han tomado en consideración las modificaciones que aportaría la nueva legislación.

A) Concepto

En nuestro país, el concepto de titularización lo encontramos definido en el artículo primero del "Reglamento de Oferta Pública de Valores Provenientes de Procesos de Titularización".

"Se entenderá por titularización el proceso de agrupación de un

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

conjunto prefijado de derechos de crédito o derechos de cobro y la venta de estos paquetes a los inversionistas, en la forma de valores emitidos en serie respaldados por los activos subyacentes y el flujo de rentas asociado a ellos".

Debe resaltarse la noción de que se trata de un proceso formado por un conjunto sistemático de operaciones que involucra la participación de entidades y sociedades diferentes a la entidad propietaria de la cartera de créditos básicos, que es la que origina e impulsa el proceso.

El concepto de titularización es ampliado en el artículo 3 del "Reglamento de Oferta Pública de Valores Provenientes de Procesos de Titularización", dentro del cual se establecen los requisitos que deberá reunir la cartera de derechos de crédito o cobro a titularizar:

"a) Cada cartera deberá tener un volumen suficiente en relación con su cuantía total y el número de operaciones que comprende, que facilite el análisis estadístico del riesgo crediticio del conjunto".

Las características de los activos deben permitir su agrupación en una cartera de volumen razonable que permita que la emisión pueda ser negociada mediante oferta pública. Asimismo, la posibilidad de realizar análisis histórico y estadístico de la cartera es uno de los aspectos más relevantes a la hora de medir el riesgo de la misma."b) Los derechos que componen la cartera deberán reunir características similares. En el caso de carteras de crédito ello implicará la similitud en cuanto a las condiciones de pago, tasa de interés, revisión de las condiciones de pago, penalización por cancelación anticipada, garantías, ejecución, etc.

d) Deberán haber sido seleccionados a partir de criterios preestablecidos por la entidad originadora o en su caso la entidad estructuradora de la emisión que puedan ser además objeto de verificación".

Estas dos condiciones hacen referencia directa a la necesidad de estandarización de los activos a titularizarse, por lo que la uniformidad de las características es, como se menciona anteriormente, uno de los requisitos para poder conformar la cartera de activos. Únicamente los créditos estandarizados pueden ser titularizados pues de lo contrario el riesgo no se podría medir y el costo de uniformar las características de los mismos

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

haría que la operación no fuera rentable.

"c) Deberá generar flujos periódicos y predecibles".

Por otro lado, recordemos que la titularización se basa en flujos financieros procedentes de una agrupación predeterminada de crédito, los flujos de fondos producidos por la cartera de activos constituyen la fuente de alimentación de toda la operación. Precisamente el derecho de percibir esos flujos, con una serie de adiciones y selecciones previas, es lo que adquiere el inversionista final. La transformación de dichos flujos es esencial para que estos puedan responder por el pago del principal e intereses de la emisión de valores negociables realizada, e igualmente se ajusten calendario de pagos establecido para el inversionista.

Finalmente, es importante destacar que el concepto de titularización definido por la legislación vigente no se verá afectado en caso de que se apruebe el nuevo Reglamento General sobre Oferta Pública de Valores, el cual contiene una definición idéntica a la actual.

B) Activos Titularizables

De conformidad con lo establecido en el artículo segundo del reglamento en estudio, los procesos de titularización podrán estructurarse a partir de toda clase de derechos de créditos y de cobro, presentes o futuros, con o sin garantía real, siempre que generen un flujo predecible y periódico de rentas. Sin embargo, los bienes muebles o inmuebles no se consideran activos susceptibles de titularización aún cuando generen rentas.

"Artículo 2. Activos objeto de titularización. Podrán estructurarse procesos de titularización a partir de toda clase de derechos de créditos y de cobro, presentes o futuros, con o sin garantía real, siempre que generen un flujo predecible y periódico de rentas. No se considerarán activos susceptibles de titularización bienes muebles o inmuebles, aún cuando esos bienes generen rentas".

Los derechos de crédito o cobro susceptibles de titularización

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

podrán provenir de cualquier persona jurídica, incluyendo las instituciones financieras sujetas a la Supervisión de la SUGEF.

En el caso de que la entidad originadora sea una entidad financiera sujeta a la supervisión de la SUGEF, el traspaso de activos al vehículo de titularización deberá reunir los lineamientos que al efecto imponga la SUGEF con el propósito de que los derechos traspasados no sean tomados en cuenta para el cálculo de la razón de Suficiencia patrimonial de la entidad originadora y pueda evaluarse el nuevo nivel de exposición al riesgo de la entidad originadora.

En el párrafo segundo del artículo 17 del reglamento que actualmente se encuentra en consulta "Reglamento General sobre Oferta Pública de Valores", se establece que las carteras a titularizar deberán ser cerradas y, únicamente en el supuesto de que se trate de la titularización de créditos revolutivos o de carteras completamente estandarizadas se permitirá la titularización de carteras abiertas.

"Artículo 17. Activos objeto de titularización. Podrá estructurarse procesos de titularización a partir de toda clase de derechos de créditos y de cobro, presentes o futuros, con o sin garantía real, siempre que generen un flujo predecible y periódico de rentas. No serán considerados activos susceptibles de titularización los bienes muebles o inmuebles, pero sí lo serán las rentas que estos generen.

Salvo que se tratara de la titularización de créditos revolutivos o de carteras completamente estandarizadas, la cartera a titularizar deberá ser cerrada".

A criterio del autor, los créditos revolutivos son los que se encuentran en constante regeneración o cambio, por ejemplo las cuentas por cobrar de tarjetas de créditos. En estos casos se permite la sustitución de créditos (carteras abiertas) pues en los créditos revolutivos, los patrones de pago son muy inestables e impredecibles, razón por la cual se les llama créditos revolutivos, lo cual implicaría la necesidad de permitir la sustitución del activo. También, el nuevo reglamento permite sustituir los créditos únicamente en carteras estandarizadas pues los créditos estandarizados o uniformes por sus características uniformes son fungibles entre sí.

C) Vehículos de Titularización

En nuestro país, el artículo quinto del "Reglamento de Oferta Pública de Valores Provenientes de Procesos de Titularización" establece que la titularización puede ser desarrollada únicamente a partir de los siguientes vehículos:

- a) fideicomisos mercantiles;
- b) sociedades anónimas de propósito especial; y
- c) fondos de inversión

Actualmente, las operaciones de titularización se han realizado principalmente mediante la estructura de fideicomiso, principalmente debido a las ventajas y beneficios de esta figura, tales como flexibilidad, afectación a patrimonio fiduciario, clases de títulos que se pueden emitir y aspectos de carácter fiscal, entre otros. Sin embargo, el Fondo de Inversión de Titularización Hipotecaria en dólares ha sido utilizado en menor proporción. Por otro lado, las regulaciones sobre la sociedad de propósito especial aún tiene algunas trabas que dificultan su implementación como vehículo de titularización.

...

C) Títulos emitidos

De conformidad con el Reglamento en estudio, los valores emitidos en un proceso de titularización podrán adoptar las siguientes modalidades:

- a) Valores de participación: incorporan un derecho de propiedad proporcional sobre el patrimonio del fideicomiso. El inversionista no adquiere un valor de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genere este patrimonio. Los valores de participación podrán prever su redención parcial o total, con antelación a la extinción del fideicomiso, por razón de la liquidación de parte de sus activos".

Los títulos de contenido participativo no garantizan un rendimiento fijo o mínimo. En rendimiento periódico, así como el monto pagado al momento de la liquidación, varían dependiendo

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

única y exclusivamente, del comportamiento presentado exclusivamente por el flujo de caja generado por el patrimonio. En la segunda parte del texto legal, se establece que los títulos de contenido participativo incorporan el derecho de reclamar, en los términos preestablecidos, que se liquiden los activos en un momento determinado, divida el producto entre los tenedores de los títulos y se haga entrega a cada uno del importe correspondiente en efectivo. Cabe aclarar que dicho artículo hace únicamente mención al fideicomiso, sin embargo a criterio del autor la misma situación se podría presentar en con las participaciones del fondo de inversión y las acciones de la sociedad anónima. En Costa Rica, los artículos 16 y 17 de la Ley del impuesto sobre la Renta establecen que existe un 15% de retención de impuesto sobre el pago de dividendos, para los dividendos de compañías registradas en bolsa la retención es de un 5%, y el mismo no aplica del todo cuando los dividendos son pagados entre sociedades de capital (sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada); sin embargo los títulos emitidos por los fondos de inversión están exentos de este tributo.

b) Valores de contenido crediticio: incorporan el derecho a percibir la cancelación del capital y de los rendimientos financieros en los términos y condiciones señalados en el valor. Los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas.

Los títulos de esta clase de contenido incorporan un derecho a reclamar una suma determinada de de capital en el futuro, así como el derecho de reclamar sumas periódicas de dinero por concepto de intereses. En estos títulos, el rendimiento es determinado o determinable desde el momento de su emisión. Asimismo, los activos que constituyen el patrimonio respaldan el cumplimiento de los derechos incorporados en los títulos. En Costa Rica, los ingresos derivados de títulos de contenido crediticio están sujetos a una retención en la fuente del 8% establecida en el numeral 23 de la Ley del Impuesto sobre la Renta.

"c) Valores mixtos: Son aquellos que de manera adicional a los derechos que confiere un valor de participación pueden ser amortizables o pueden tener una rentabilidad mínima o un límite máximo de participación".

Como su definición lo dice, esta clase de títulos incorporan los derechos propios de los títulos de contenido participativo y,

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

adicionalmente, el beneficio de ser amortizables y/o de ofrecer una rentabilidad mínima, dependiendo principalmente de la estructura financiera bajo la cual sean diseñados.

D) Otros aspectos

a) Calificación de la emisión

Previamente a solicitar la autorización de oferta pública a la SUGEVAL, el vehículo deberá someter la emisión a una calificación. Para tales efectos, el artículo 23 del Reglamento en estudio prevé la calificación de los títulos como regla general.

"Los valores provenientes de procesos de titularización deberán ser objeto de calificación por una calificadora autorizada por la Superintendencia General de Valores. Para tal efecto las calificadoras deberán presentar a la aprobación de la Superintendencia General de Valores una metodología específica para la calificación de esta clase de valores".

Por otro lado, en el Reglamento que se encuentra en consulta se mantiene la regla general de calificación para los valores provenientes de procesos de titularización y, a la vez, se especifica el contenido de la documentación que debe ser enviada por la calificadora de valores en los siguientes aspectos:

"La carta de la sociedad calificadora deberá estar firmada por su representante legal y contendrá al menos la siguiente información:

- a) Descripción de las características de la emisión calificada.
- b) Calificación brindada a la emisión.
- c) Aspectos más importantes que motivaron dicha asignación.
- d) Fecha de la información financiera utilizada.
- e) Número de la Sesión y fecha del Acuerdo del Consejo de Clasificación".

En cuanto a la calificación de la emisión de titularización, recordemos que la misma debe basarse principalmente en la calidad de los activos a titularizar y no en las condiciones financieras

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

del originador o del vehículo, y al efecto las empresas calificadoras de riesgo deberán desarrollar una metodología adecuada para realizar con efectividad dicha calificación de conformidad con los parámetros establecidos por la SUGEVAL al respecto.

b) Mecanismos de seguridad o apoyo crediticio

Los artículos 24, 25 y 26 del Reglamento de Oferta Pública de Valores Provenientes de Procesos de Titularización establecen una serie de mecanismos para el cubrimiento de una eventual pérdida, permitiéndose la utilización tanto de mecanismo de cobertura internos como externos. En el artículo 24 del citado reglamento encontramos la autorización para utilizar dichos mecanismos:

"Artículo 24. -Mecanismos de seguridad o apoyo crediticio.- Podrán utilizarse mecanismos de seguridad o apoyo crediticio con el propósito de mejorar la calificación de la cartera de créditos".

Los mecanismos internos son aquellos mediante los cuales el vehículo de titularización absorbe los riesgos o pérdidas mediante el cumplimiento de obligaciones personales e irrevocables, anteriores a la realización de la emisión. En este sentido, el artículo 25 del reglamento señala cuales son los mecanismos internos de seguridad que se pueden utilizar para dar cobertura a los riesgos.

"a) Emisión de clases preferentes y subordinadas: consiste en la distribución del riesgo de insolvencia y morosidad de desigual manera entre los inversores que adquieran los valores, para lo cual se crea una emisión principal y una emisión subordinada. A esta última se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción no subordinada se destinarán en primer término los flujos requeridos para la atención de capital e intereses incorporados en los valores.

b) Los valores que conforman la porción subordinada podrán ser colocados en el mercado, siempre que previamente hayan sido objeto de calificación y que ésta considere el riesgo derivado de su condición de subordinados.

c) Sobrecolateralización de la cartera: Consiste en la cesión al fideicomiso de un conjunto de créditos cuyo valor financiero supera al importe recibido como consecuencia de la emisión de bonos.

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

d) Cuentas de reserva: Consiste en la constitución de una cuenta formada por el diferencial entre los intereses abonados por los prestatarios originarios y los rendimientos que se pagan a los tenedores de los valores.

e) Sustitución de cartera: Implica la obligación del originante de sustituir los créditos que en el curso del proceso varíen de categoría en forma tal que se incremente el riesgo de su normal recaudación.

f) Otros que autorice el Superintendente".

Por otra parte, los mecanismos externos de cobertura son aquellos en los cuales la cobertura del riesgo depende del cumplimiento de obligaciones adquiridas por terceras personas distintas del vehículo, por ejemplo un banco. En el reglamento en estudio encontramos que el artículo 26 hace referencia a los mecanismos de seguridad externos permitidos en nuestro país.

...

Finalmente, es importante destacar que en cuanto a mecanismos de apoyo crediticio nuestra legislación ha contemplado los principales mecanismos señalados por la doctrina y los cuales ha su vez existen en la mayoría de las legislaciones estudiadas. Asimismo, de manera inteligente se ha previsto la posibilidad de nuevos mecanismos de apoyo en razón de las necesidades y estructuración de cada operación, siempre y cuando estos cuenten con la autorización del Superintendente.

SECCIÓN III: Análisis jurídico de las principales regulaciones jurídicas que afectan el desarrollo del proceso de titularización de activos en nuestro país.

En Costa Rica, a lo largo del tiempo, la posibilidad de realizar operaciones de titularización se ha visto limitada por la existencia de algunas normas jurídicas. No obstante, la SUGEVAL en su esfuerzo por desarrollar la titularización, ha procurado soluciones a algunos obstáculos como las reformas introducidas en materia de cesión de créditos y pago de timbres e impuestos. Con dichas acciones se busca resolver ciertas limitantes, como la que se mencionó anteriormente, la cual fue solucionada parcialmente con mediante las reformas introducidas por la Ley Reguladora del

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

Mercado de Valores al Código Civil y al de Comercio.

No obstante los avances obtenidos, aún persisten diversas normas que deben ser adecuadas a efecto de que la titularización de activos cuente con un marco legal idóneo que permita plena seguridad a los participantes. En este sentido, los procedimientos judiciales necesarios para hacer efectivas las garantías que, en algunos casos, respaldan los créditos cedidos, son uno de los principales obstáculos para el desarrollo de ciertas modalidades de titularización como la hipotecaria, la prendaria y la de cuentas por cobrar de tarjetas de crédito.

Finalmente, se hace una breve reseña del fideicomiso de garantía, figura que ha surgido en nuestro país como medio efectivo para la ejecución extrajudicial de garantías ante la dilación de los procesos de ejecución judiciales que impiden al acreedor ejecutante recuperar en forma oportuna lo adeudado.

...

CONCLUSIONES

La introducción de la titularización de activos en nuestro país, en virtud del impulso normativo que le ha dado la Superintendencia General de Valores, en el marco de una rigurosa política de crecimiento del mercado de capitales iniciada con la promulgación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y posterior advenimiento en el año 2000 del Reglamento sobre la Oferta Pública de Valores provenientes de procesos de titularización, planteó la necesidad de acompañar la iniciativa con adecuaciones legislativas que posibilitaran la difusión de este proceso en el mercado costarricense.

En este sentido, la seguridad jurídica es requisito de primer orden para el desarrollo del mercado de valores costarricense. Así, la necesidad de impulsar el desarrollo de la doctrina nacional en torno a sus materias, debe de acompañarse de un estudio interdisciplinario de las mismas y traducirse en un mecanismo adicional de apoyo a la exitosa implementación de la figura.

Recordemos que, desde el punto de vista estrictamente jurídico la implementación de la titularización depende del sistema legal de cada país. Pues como hemos visto, las soluciones varían según se

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

trate de países con raíz anglosajona frente a los de inspiración continental como el nuestro. Si bien la idea que subyace en la titularización es la misma en todos los países, su efectivización no es tan sencilla y requiere de pasos previos y reformas legales antes de llevar a cabo la operación.

Anteriormente, nuestro sistema jurídico no era apto para hacer viable un proceso de titularización de activos. Cierta rigidez en algunas estructuras legales, la ausencia de regulaciones sobre la materia, así como la multiplicidad de trámites e impuestos complicaba el panorama para la titularización. Para ello se introdujeron regulaciones que permiten la rápida circulación de activos, así como un marco normativo que brinda mayor confiabilidad tanto a los inversionistas que adquieren títulos como a los originadores interesados en desarrollar el proceso.

En lo que a transmisión de créditos respecta, la figura de la cesión de créditos tal y como estaba prevista en el Código de Comercio y en el Código Civil presentaba algunos anacronismos que fue necesario remover. Tal era el caso de la exigencia de la notificación al deudor cedido para que el cesionario pudiera oponer los derechos cedidos frente a terceros. Sin duda, lo más conveniente es que los deudores de créditos que se prevé titularizar, puedan renunciar válidamente y en forma anticipada a la notificación de la cesión. Igualmente, la posibilidad de que el deudor cedido opusiera al cesionario todas las excepciones que podía hacer valer contra el cedente, planteaba serias dificultades para la titularización, pues introducía un factor de incertidumbre que pesaba sobre quienes adquiriesen los títulos garantizados por los créditos cedidos.

No se puede dejar de lado el marco tributario contradictorio que existía anteriormente. Actualmente, se estimula la emisión de títulos valores al extender algunos beneficios impositivos como la eliminación de las cargas fiscales en la cesión de créditos para respaldar emisiones de títulos valores, así como en la transmisión de bienes a un fideicomiso y a un fondo de inversión. Particularmente, con la finalidad de incentivar la implementación de procesos de financiamiento mediante la emisión de títulos valores de largo plazo. No obstante, en cuanto al impuesto de renta los vehículos de titularización aún soportan cargas muy elevadas en comparación con otros países, pues aún no ha reconocido su carácter pasivo carente de una actividad económica generadora de recursos.

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

Más allá del ámbito legal, deben reconocerse las debilidades que presenta el mercado costarricense para enfrentar el desafío de construir el mercado de capitales. En particular, el grado de evolución del mercado de valores nacional y las condiciones de operación no son las más aptas para el desarrollo de la titularización. No existen abundantes recursos humanos calificados para realizar los complejos trabajos que implican las aperturas de capital o la estructuración de nuevas emisiones de largo plazo. Por otra parte, tampoco son abundantes los profesionales realizando análisis e investigación jurídica sobre estos temas en el mercado y generando información y criterios técnicos para valorar los instrumentos bursátiles emitidos a partir de la titularización.

Las empresas por su parte, no reconocen el sector bursátil como un sector que pueda satisfacer sus necesidades de financiamiento de largo plazo. La mayoría presentan patrones de empresas familiares y muestran una aversión a participar en una bolsa con tan poca experiencia en el mercado de capitales. Siendo lo anterior una consecuencia de la falta de información al respecto.

De igual importancia ha sido la falta de visión de los jefes de las instituciones financieras, principalmente estatales, para estandarizar sus créditos, requisito esencial para titularizar, pues es lamentable ver como en Costa Rica el mercado hipotecario no se ha desarrollado. Es por esto que debería desarrollarse un Plan de Estandarización Hipotecaria dentro del Sistema Bancario Nacional con la finalidad e iniciar la formación de carteras de activos que permitan ser titularizadas, por el enorme potencial de la titularización para solucionar el problema de la vivienda en nuestro país.

Recordemos que en países como Estados Unidos, alrededor del 70% de las hipotecas están titularizadas creándose una enorme cantidad de recursos frescos para otorgar nuevos créditos. Se está conciente que la implementación de la titularización requiere de un trabajo muy grande por parte de los bancos, sin embargo el futuro de las operaciones bursátiles en el país es muy alentador y únicamente el empresario o jefe visionario podrá lograr el éxito de la entidad que maneja.

En resumen, la titularización de activos constituye uno entre varios instrumentos recientemente regulado en nuestro país para profundizar la intermediación financiera y garantizar que la

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

demanda de títulos valores generada por la aparición de nuevos inversionistas institucionales esté acompañada por un incremento en la oferta pública de títulos valores, por ejemplo el surgimiento de los fondos complementarios de pensiones creados a la luz de la nueva Ley de Protección al Trabajador

Por su estructura jurídica, la titularización de activos como se ha visto anteriormente, se adecúa de un modo muy versátil a diversas clases de activos y necesidades financieras. Dicha versatilidad se debe principalmente a las diversas alternativas de estructuración de la operación así como los diferentes títulos que se pueden emitir y los tipos de garantías o colaterales que se otorgan.

Hasta el momento, en nuestro país se han realizado operaciones de titularización utilizando principalmente la figura del Fideicomiso de Titularización y Desarrollo de Infraestructura, sin embargo el Fondo de Inversión de Titularización Hipotecaria en dólares ha sido implementado con menor éxito. En este sentido, los emisores son los que diseñan los instrumentos según sus posibilidades, requerimientos y facilidades, y en cumplimiento de la normativa existente.

En nuestro país, la titularización ha reaccionado de manera muy positiva, pero con lentitud a las posibilidades abiertas por la legislación, que como hemos visto, data de inicios de los años 90. Esto demuestra que la legislación costarricense favorece el desarrollo de la titularización como figura de financiamiento, no obstante se requiere un período de tiempo para que la figura sea asimilada por la cultura financiera tanto de emisores como de inversionistas y originadores nacionales. En este sentido, tampoco puede desconocerse la ausencia de sistemas informáticos para el control y seguimiento de los créditos titularizados que solo lentamente van a ir incorporándose a nuestras entidades financieras.

Existen dos factores que explican la gradualidad con que se están produciendo las emisiones de titularización. Primeramente, la disponibilidad de liquidez a un coste no excesivo de los recursos de las entidades de crédito no ha contribuido a incentivar la aparición de propuestas de titularización en los activos bancarios. En este sentido, la falta de estandarización de los créditos bancarios ha limitado igualmente la implementación de cualquier iniciativa por parte del sector bancario público. En

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

segundo lugar, la ausencia de demanda por los títulos de largo plazo causadas por la estructura cortoplacista de nuestro mercado no ha hecho urgente la implementación de la figura en el mercado nacional. No obstante, los fondos de pensiones creados con la nueva Ley de Protección al Trabajador deben invertir una parte de sus activos en títulos hipotecarios, los cuales son muy escasos en el mercado.

Al igual que en otros países, se espera que en Costa Rica, las operaciones de titularización permitan hacer fluir recursos hacia áreas de la actividad económica del país, tales como obras de infraestructura y bienes nacionales de uso público, servicios y comercio en general. Lo anterior, en consideración de la amplia gama de activos que actualmente pueden ser titularizados, como por ejemplo, los créditos y derechos sobre flujos de pago provenientes de obras de infraestructura, de tarjetas de crédito, de préstamos con garantía prendaria, entre otros.

Finalmente, tras contemplar la titularización de activos en Costa Rica, podemos concluir que los distintos cambios desde el punto de vista normativo, que han tenido lugar en estos últimos años, obedecen a un permanente esfuerzo legislativo a objeto de perfeccionar el proceso de titularización en nuestro país, enfocándose primordialmente en ampliar las posibilidades de financiamiento de las empresas; disminuir los costos de financiamiento de viviendas y fomentar el sector inmobiliario; dar mayor profundidad al mercado y al mismo tiempo conferir a los nuevos inversionistas institucionales nuevas alternativas de inversión y finalmente entregar mayor liquidez a ciertos activos líquidos.”

[González Roesch, J. y Sandoval León, A.²]

II. Papel de la Superintendencia General de Valores en los procesos de titularización

A) ANTECEDENTES, FUNCIÓN Y POTESTADES DE LA SUGEVAL

La Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) es el ente público responsable de regular y supervisar el funcionamiento de los mercados de valores y de sus agentes.

Los principales mandatos que le otorga la ley son velar por la protección de los inversionistas y por una adecuada gestión del riesgo sistémico. Para ello la SUGEVAL vela por la formación competitiva de los precios en todos los mercados de valores, por el suministro oportuno de información, por el establecimiento de infraestructura, prácticas y procedimientos que minimicen la posibilidad de fraude y doten al mercado de los medios para hacer frente a crisis de liquidez.

La Superintendencia General de Valores surge como tal el 27 de marzo de 1998 al sustituir a la extinta Comisión Nacional de Valores.

La Superintendencia General de Valores fue creada por la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores, Ley N° 7732, que entró en vigencia el 27 de marzo de 1998. La nueva entidad sustituyó a la Comisión Nacional de Valores, y heredaba sus activos y funcionarios.

La Comisión había sido creada el 29 de octubre de 1990, cuando entró en vigencia la primera Ley Reguladora del Mercado de Valores, Ley N° 7201. Con esa ley se estableció un marco jurídico que dio gran peso a la autorregulación, en consonancia con la tradición del mercado de valores costarricense desde la fundación de la Bolsa Nacional de Valores, en 1976. Ello se manifestó en la conformación de la Junta Directiva de la Comisión, la cual era nombrada por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica compuesta por 7 miembros, de los cuales 3 eran representantes del sector privado: uno de las bolsas de valores, uno de los emisores y uno de la Asociación de Puestos de Bolsa. Los otros cuatro eran el Ministro de Hacienda o su representante; el Ministro de Planificación Nacional y Política Económica, o su representante, el Auditor General o el Subauditor General de Entidades Financieras (actuales Superintendente e Intendente General de Entidades Financieras) y un representante de la Junta Directiva

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

del Banco Central de Costa Rica. La Junta Directiva elegía de su propio seno, por mayoría de votos, un presidente, que sería nombrado por un período de dos años en sus funciones y podía ser reelegido.

El 18 de agosto de 1995, con la aprobación de la Ley del Régimen Privado de Pensiones Complementarias y Reformas de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y del Código de Comercio, Ley N° 7735, se introdujeron varias reformas a la Ley de Valores de 1990, entre las cuales se destaca el otorgamiento de mayores facultades reglamentarias a la Comisión y una recomposición de su Junta Directiva, la cual sería nombrada por el Consejo de Gobierno y estaría conformada por el Ministro de Hacienda, quien la presidirá y quien podrá ser sustituido en sus ausencias por el Viceministro; el Presidente del Banco Central quien podrá ser sustituido en sus ausencias por el Gerente de esa misma institución; el Ministro de Planificación Nacional y Política Económica quien podrá ser sustituido por el Viceministro; los Superintendentes de Entidades Financieras y de Pensiones, así como por dos representantes del sector privado sin conflicto de interés. Posteriormente, con la entrada en vigencia el 27 de noviembre de 1995, de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley N° 7558, se modificó la composición de la Junta Directiva de la Comisión, en el sentido de que el Presidente del Banco Central podría ser sustituido por un miembro de la Junta Directiva de dicha institución.

Con la ley que entró en vigencia en 1998, cambiaron sustancialmente la organización del ente regulador así como sus facultades. Se creó el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, con las funciones de emitir la reglamentación de la ley, de autorizar la oferta pública y de conocer en alzada las apelaciones contra las resoluciones del Superintendente. Dicho Consejo es común a las tres Superintendencias (Entidades Financieras, Pensiones y Valores) y está conformado por el Ministro de Hacienda o en su ausencia un Viceministro de esa cartera, el Presidente del Banco Central o el Gerente y cinco representantes del sector privado sin conflicto de interés. Estos cinco miembros son nombrados por la Junta Directiva del Banco Central por mayoría de al menos cinco votos y permanecerán en sus cargos cinco años y podrán ser reelegidos por una sola vez.

La nueva ley establece además las figuras del Superintendente y del Intendente Generales de Valores, que el Consejo nombra por un período de cinco años y que pueden ser

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

reelegidos cuantas veces lo acuerde el Consejo. Podrán ser removidos, en cualquier momento, por el Consejo, por mayoría de al menos de cinco votos si, en el procedimiento iniciado al efecto, se determinare que han dejado de cumplir con los requisitos necesarios para su nombramiento, que han incurrido en alguna causa de impedimento, incompatibilidad o cese de funciones o en negligencia grave en el desempeño de sus funciones. El Superintendente constituye el máximo jerarca administrativo de la Superintendencia, tiene su representación legal y a él corresponde organizar la Superintendencia y velar por su buen funcionamiento, proponerle al Consejo tanto la reglamentación como las autorizaciones de oferta pública e imponer las sanciones a las entidades reguladas por la Superintendencia.

B) DIRECTRICES DE LA SUGEVAL

La SUGEVAL emite sus lineamientos y ejecuta las funciones que le competen, mediante acuerdos y reglamentos. Todos los acuerdos y reglamentos deben aprobarse por el Consejo Nacional de Supervisión Financiera, que como se ha comentado anteriormente, es común a las superintendencias creadas en nuestro país, y los aprueba mediante sesiones que luego se publican en el Diario Oficial La Gaceta.

Con respecto a los acuerdos, éstos son emitidos para regular un acto específico que tenga que ver con la regulación de determinados actos que se deban ejecutar y requieren supervisión y autorización de la SUGEVAL.

Los reglamentos, por su parte, regulan de forma general un tema que lleva en sí muchos actos que se ejecutarán sucesivamente, los cuales deberán siempre estar ajustados a dicha reglamentación, por ser de interés para la SUGEVAL su regulación. Ejemplo claro es el ya analizado Reglamento sobre Oferta Pública de Valores, que como se indicó vino a derogar varios reglamentos anteriores para unificarlos en uno solo, con el fin de facilitar los procesos de oferta pública, y en específico, los de titularización de activos.

Estos acuerdos y reglamentos, que en realidad se pueden considerar como directrices, deben en todo momento ser congruentes con lo que establece la Ley de Mercado de Valores, ya que es esta sobre la que se deben derivar dichos acuerdos y reglamentos, que a final de cuentas lo que buscan es interpretar y aclarar la ley para su



Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

ejecución. En caso de que se llegara a dar una contradicción entre lo establecido en la Ley Reguladora del Mercado de Valores y un acuerdo y/o un reglamento, deberá prevalecer lo estipulado en la ley, por lo que dicho acuerdo o reglamento podrá ser impugnado por las vías correspondientes para que deje de aplicarse.

2 NORMATIVA

[Reglamento de oferta pública de valores provenientes de procesos de titualización³]

Artículo 1. Objeto

Este Reglamento tiene por objeto precisar los alcances de la oferta pública de valores y definir los requisitos y trámites de autorización para la oferta pública de valores, los requisitos para la colocación y negociación de esos valores, los requisitos aplicables a los sujetos que realicen oferta pública de valores, y los requisitos y trámites para la desinscripción de valores objeto de oferta pública.

Artículo 2. Definiciones

Para los efectos de la aplicación del presente Reglamento, se establecen las siguientes definiciones:

a. Contrato de colocación en firme: Contrato suscrito entre un emisor de valores y un intermediario autorizado por el cual el segundo se obliga a comprar por cuenta propia la totalidad o parte de una emisión al precio y en el plazo convenido entre las partes.

b. Contrato de colocación en garantía: Contrato suscrito entre un emisor de valores y un intermediario autorizado por el cual el segundo se obliga a comprar por cuenta propia, al precio convenido entre las partes, los valores que no hubieran sido suscritos por los inversionistas al término del período de suscripción u oferta establecido.

c. Contrato de colocación a mejor esfuerzo: contrato suscrito por un emisor y un intermediario autorizado por el cual el segundo, en calidad de agente, se obliga a hacer su mejor esfuerzo para colocar la totalidad o parte de una emisión al precio convenido entre las partes; pero sin que asuma responsabilidad por los valores que no hayan sido vendidos en el plazo establecido.

d. Asesoría de inversión: Actividad realizada en forma habitual y por una retribución, directa o indirecta, que consiste en brindar

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

recomendaciones a terceros, ya sea directamente o por medio de publicaciones o reportes, sobre el precio de determinados valores o sobre la ventaja de invertir, comprar o vender valores. *

e. Emisiones de valores en serie: Emisiones provenientes de un mismo emisor en las que todos y cada uno de los valores que la componen confieren a su tenedor idénticos derechos y obligaciones.

f. Entidad originadora: Persona física o jurídica a cuyo favor se constituyeron en forma inicial los derechos de crédito o cobro objeto de procesos de titularización.

g. Entidad estructuradora: Persona física o jurídica responsable del diseño de una emisión de valores.

h. Grupo de interés económico: Definición establecida en el Acuerdo SUGEF 4-96.

i. Hechos relevantes: Todo hecho o decisión que pueda influir sensiblemente en las decisiones de los inversionistas con respecto a los valores o instrumentos en los cuales invierte, a los participantes a través de los cuales invierte o a los participantes a los cuales compra sus servicios.

j. Inversionista institucional: Se consideran inversionistas institucionales los fondos de inversión, los fondos de pensión y los fideicomisos que funcionen como fondos de inversión o de pensión.

k. Inversionista sofisticado: Persona física o jurídica cuyo patrimonio sea superior a un millón de dólares o su equivalente o sus ingresos anuales superiores a ciento cincuenta mil dólares o su equivalente o la persona física que cuente con conocimientos suficientes para evaluar y aceptar los riesgos de su inversión.

l. Oferta pública de valores: Todo ofrecimiento, expreso o implícito, que se proponga emitir, colocar, negociar o comerciar valores y se transmita por cualquier medio al público o a grupos determinados.

m. Titularización: Proceso de agrupación de un conjunto prefijado de derechos de crédito o derechos de cobro y la venta de estos paquetes a los inversionistas, en la forma de valores emitidos en serie respaldados por los activos subyacentes y el flujo de ingresos asociado a ellos.

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

n.Valor: Cualquier derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no en un documento, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión pueda ser objeto de negociación en un mercado financiero o bursátil.

Artículo 3. Concepto de valor

De conformidad con el Artículo 2 de la Ley Reguladora se considera valor cualquier derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no en un documento, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión pueda ser objeto de negociación en un mercado financiero o bursátil.

Artículo 4. Instrumentos financieros que se consideran valores

Se consideran valores, sin necesidad de entrar a considerar ningún otro elemento o circunstancia:

a.Las acciones emitidas por sociedades anónimas, así como cualquier otro documento que pueda dar derecho a la suscripción de acciones.

b.Las obligaciones o participaciones en un empréstito o crédito colectivo a cargo del emisor.

c.Los documentos que tengan la naturaleza de títulos valores según la ley o la práctica mercantil.

d.Los certificados de participación de los fondos de inversión.

Artículo 5. Presunciones sobre la existencia de un valor

Se presumirá, salvo prueba en contrario, que constituyen valores:

a.Los documentos o instrumentos representativos de contratos de inversión o emitidos en conexión directa con tales contratos. Se entiende por contrato de inversión cualquier contrato en el que concurran las características siguientes:

i.La conjunción de un tomador de fondos y un inversionista que aporta los fondos.

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

ii. El inversionista no tiene ingerencia directa en la administración de la empresa o negocio a que se refiere la inversión.

iii. Se ofrecen o emiten documentos o instrumentos múltiples, aunque no necesariamente iguales, cada uno de los cuales representa un derecho de crédito o de participación en relación con una cartera o negocio común.

b. Los certificados que otorguen a sus tenedores derechos de participación en un patrimonio fideicometido, con exclusión de los fideicomisos testamentarios o de garantía.

Artículo 6. Alcances de la definición de oferta pública iv

De conformidad con el Artículo 2 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores se entiende por oferta pública de valores todo ofrecimiento, expreso o implícito, que se proponga emitir, colocar, negociar o comerciar valores y se transmita por cualquier medio al público o a grupos determinados.

Para que el ofrecimiento constituya oferta pública de valores en Costa Rica deberá cumplir alguna de las dos condiciones que a continuación se señala:

a) realizarse desde el territorio costarricense, independientemente del domicilio de la persona a la cual se dirija el ofrecimiento o,

b) dirigirse a personas domiciliadas en Costa Rica, con independencia del país desde el cual se realice la oferta.

No excluirá la existencia de una oferta pública de valores el hecho de que el oferente no participe directamente en la negociación de los valores o que la negociación se dé en un mercado extranjero. La asesoría de inversión no se considerará oferta pública de valores y en consecuencia no estará sujeta a los requisitos de autorización dispuestos para ésta. Para estos efectos se considera asesoría de inversión la actividad realizada en forma habitual y por una retribución, directa o indirecta, que consiste en brindar recomendaciones a terceros, ya sea directamente o por medio de publicaciones o reportes, sobre el precio de determinados valores o sobre la ventaja de invertir, comprar o vender valores. No están comprendidos dentro del

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

concepto de asesoría de inversión la administración de carteras ni en general los servicios destinados a poner en contacto a oferentes y demandantes de valores, actividades que se registrarán por la reglamentación relativa a la intermediación de valores y cuya realización requiere de autorización previa.

La prestación de servicios de acceso directo a mercados de valores extranjeros tampoco constituye oferta pública de valores y en consecuencia no estará sujeta a los requisitos de autorización dispuestos para ésta.

Artículo 7. Supuestos de oferta pública de valores

Se presumirá oferta pública de valores:

- a. El ofrecimiento de valores que se realice en medios de comunicación colectiva, tales como prensa, radio, televisión e internet.
- b. El ofrecimiento en el territorio nacional de valores de un emisor de características análogas a otros valores de oferta pública del mismo emisor.
- c. El ofrecimiento de valores emitidos en serie de conformidad con lo establecido en el Capítulo I del Título II de este Reglamento, independientemente del medio utilizado.
- d. La difusión de los valores de una emisión entre un número mayor de cincuenta inversionistas que no formen parte del mismo grupo de interés económico del emisor, que representen a su vez al menos el quince por ciento (15%) de la emisión correspondiente o la difusión de valores de una misma emisión entre un número mayor de cien inversionistas que no formen parte del mismo grupo de interés económico del emisor, independientemente del porcentaje que representen. Para los efectos de la aplicación de este inciso se excluirán del cómputo los trabajadores de la empresa.

Artículo 8. Exclusiones de oferta pública de valores

No se considerará oferta pública de valores la oferta de valores que no se difunda por medios de comunicación colectiva y que resulte, además, comprendida en alguno de los supuestos que se

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

establece a continuación:

- a. La oferta de valores que se realice en forma individual a cada potencial inversionista y que se concrete en la colocación de valores a un máximo de cincuenta inversionistas si estos representan un quince por ciento (15%) o más del total de la emisión, o a un máximo de cien inversionistas si estos representan menos del quince (15%) por ciento de la emisión.
- b. La oferta de acciones o de opciones de compra de acciones que se dirija exclusivamente a los trabajadores de la empresa que las emite.
- c. La oferta de valores cuyo monto mínimo de participación por inversionista sea igual o superior a cien mil dólares o su equivalente en colones.
- d. La recepción por parte de puestos de bolsa costarricenses de órdenes de compra o venta de valores extranjeros y su transmisión a intermediarios autorizados en mercados extranjeros, siempre que la negociación efectiva de los valores se dé en un mercado extranjero y el puesto de bolsa costarricense no haya realizado ningún tipo de ofrecimiento al inversionista de los valores objeto de la negociación.
- e. La oferta de valores de emisores domiciliados en el exterior que se realice por medio de sitios de internet no domiciliados en Costa Rica, siempre y cuando el emisor o intermediario haya establecido claramente que tal oferta no se dirige al mercado costarricense, o en su defecto haya establecido en forma clara los mercados a los que se dirige y haya tomado medidas razonables para evitar la compra de los valores por inversionistas domiciliados en Costa Rica.
- f. La oferta de valores no inscritos de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 22 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, siempre que se dé dentro de los límites establecidos en el Título VIII de este Reglamento.

Los emisores que coloquen sus valores al amparo de alguno de los incisos anteriores deberán conservar toda la documentación que les permita demostrar el cumplimiento de las condiciones establecidas en este Artículo.

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

Además de las excepciones contenidas en los incisos d) y f), los puestos de bolsa podrán participar en la colocación de valores que se ampare en las excepciones contempladas en los incisos a) y c), pero en estos dos casos únicamente podrán ofrecer esos valores a inversionistas sofisticados. Los puestos de bolsa deberán conservar la documentación que verifique el cumplimiento de la condición de inversionista sofisticado, de conformidad con las instrucciones que emita el Superintendente.

Artículo 9. Otros supuestos excluidos

Además de los supuestos establecidos en el Artículo 8, el Superintendente General de Valores, respondiendo a consultas que se le formulen o de oficio, determinará la exclusión de otros supuestos de la normativa de oferta pública de valores, cuando estime que de la valoración conjunta de todos los elementos que componen la oferta se deduzca que no se está en presencia de valores o que aunque se trate de valores no ha existido una oferta pública. Para estos efectos, el Superintendente valorará:

- a. El número de participantes a los que se dirige la oferta.
- b. El monto de participación exigido a cada inversionista.
- c. El tipo de inversionista al que se dirija la oferta.
- d. El monto total de recursos captados.
- e. Los medios de comunicación utilizados.
- f. La naturaleza de los instrumentos ofrecidos.

Para que la consulta sea admisible deberá adjuntarse a ésta el criterio de la persona consultante.

El Superintendente remitirá al Consejo una copia de las resoluciones emitidas con fundamento en este Artículo, en el mismo plazo en que las comunique a la parte consultante o a los participantes del mercado.

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

Artículo 10. Emisiones en serie

Únicamente podrán ser objeto de oferta pública los valores emitidos en serie. Se consideran emisiones de valores en serie aquellas provenientes de un mismo emisor en las que todos y cada uno de los valores que la componen confieren a su tenedor idénticos derechos y obligaciones. En el caso de valores de deuda, ya sea de papel comercial o bonos, la identidad deberá referirse a las siguientes características:

- a. Fecha de emisión.
- b. Tasa de interés.
- c. Valor facial.
- d. Periodicidad de pago de intereses y amortizaciones.
- e. Fecha de vencimiento.
- f. Plazo.
- g. Moneda.
- h. Ley de circulación.
- i. Garantías.

Los emisores tendrán plena libertad para fijar las características del valor; pero una vez fijadas éstas para cada emisión, permanecerán invariables; salvo que el prospecto de la emisión establezca la posibilidad de su modificación en asamblea de acreedores. En tal caso el prospecto deberá indicar en forma expresa las características que podrán ser modificadas, así como las reglas atinentes a la convocatoria a asamblea de acreedores, al quórum y a la mayoría requerida para la aprobación de las modificaciones.

Los valores emitidos individualmente, o emitidos en conjunto con otros pero sin que constituyan propiamente valores en serie, pueden emitirse de conformidad con la legislación mercantil aplicable, pero no podrán ser objeto de oferta pública. Sin perjuicio de lo anterior, podrán negociarse en bolsa en rueda separada, conforme a los límites y condiciones establecidos en el Título VIII de este Reglamento.

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

Artículo 11. Excepción al requisito de emisión en serie

Se exceptúan de la disposición del Artículo anterior los valores individuales emitidos por las entidades sujetas a la supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras, los cuales podrán ser objeto de oferta pública. No obstante lo anterior, los valores individuales emitidos por dichas entidades a más de 360 días no podrán negociarse en el mercado secundario.

Artículo 12. Monto mínimo de las emisiones

Las emisiones deberán tener un monto mínimo de cien millones de colones o su equivalente en dólares al tipo de cambio de referencia del Banco Central, y un número mínimo de doscientos valores con el propósito de asegurar la existencia de un volumen suficiente de valores para dar profundidad al mercado secundario.

El Superintendente podrá modificar anualmente tanto el monto como el número mínimo de valores aquí establecido. Los acuerdos que el Superintendente emita en virtud de esta atribución entrarán a regir seis meses después de su comunicación.

Artículo 13. Prohibición de limitaciones a la transmisibilidad y oferta pública restringida

Salvo la condición de que una emisión se dirija exclusivamente a inversionistas sofisticados o institucionales, no podrán acordarse limitaciones o restricciones en el régimen de transmisión de los valores de oferta pública que dificulten o impidan su transmisión impersonal.

En el caso de ofertas públicas restringidas a inversionistas sofisticados o institucionales, el emisor podrá establecer en el prospecto restricciones de acceso al prospecto y a la información periódica suministrada, de modo que ésta solo pueda ser requerida por los propios inversionistas y obtenida por vía del emisor o del inversionista institucional.

Artículo 14. Niveles de endeudamiento

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

De conformidad con el Artículo 116 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, y salvo en los casos en que la empresa esté sujeta a una legislación especial que regule esta materia, las empresas no sujetas a la supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras que soliciten la autorización de oferta pública ante la Superintendencia General de Valores no podrán exceder un nivel de endeudamiento total (individual o consolidado cuando corresponda) de cuatro (4) veces su capital y reservas de conformidad con la metodología que establezca el Superintendente General de Valores, por vía de acuerdo de alcance general.

En el caso de los emisores de valores provenientes de procesos de titularización que emitan valores de deuda, el monto a emitir no podrá superar el valor presente del flujo estimado de los activos a titularizar, de conformidad con las instrucciones que emita el Superintendente.

Artículo 15. Tenencia máxima de una emisión por fondos de inversión, fondos de pensión y fideicomisos que funcionan como fondos de inversión o de pensión administrados por sociedades pertenecientes a un mismo grupo financiero o a una misma institución pública.

En ningún caso los fondos de inversión, los fondos de pensión y los fideicomisos que funcionan como fondos de inversión o de pensión administrados por sociedades pertenecientes a un mismo grupo financiero o propiedad de una misma institución pública, podrán poseer en su conjunto más del cuarenta y cinco por ciento (45%) de la emisión en circulación de una emisión de valores de oferta pública.

Artículo 16. Concepto

Además de los requisitos establecidos en el Capítulo anterior, la emisión de valores de oferta pública sustentados en procesos de titularización de activos deberá sujetarse a las condiciones especiales establecidas en el presente Capítulo. Se entenderá por titularización el proceso de agrupación de un conjunto prefijado de derechos de crédito o derechos de cobro y la venta de estos paquetes a los inversionistas, en la forma de valores emitidos en

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

serie respaldados por los activos subyacentes y el flujo de ingresos asociado a ellos.

Artículo 17. Activos objeto de titularización

Podrá estructurarse procesos de titularización a partir de toda clase de derechos de créditos y de cobro, presentes o futuros, con o sin garantía real, siempre que generen un flujo predecible y periódico de ingresos. No serán considerados activos susceptibles de titularización los bienes muebles o inmuebles, pero sí lo serán los ingresos que estos generen.

Salvo que se tratara de la titularización de créditos revolutivos o de carteras completamente estandarizadas, la cartera a titularizar deberá ser cerrada.

Artículo 18. Condiciones de la cartera a titularizar

La cartera de derechos de crédito o cobro a titularizar deberá reunir las siguientes condiciones:

- a. Cada cartera deberá tener un volumen suficiente en relación con su cuantía total y el número de operaciones que comprende, que facilite el análisis estadístico del riesgo crediticio del conjunto, de conformidad con las reglas que emita el Superintendente.
- b. Los derechos que componen la cartera deberán reunir características similares. En el caso de carteras de crédito ello implicará la similitud en cuanto a las condiciones de pago, tasa de interés, revisión de las condiciones de pago, penalización por cancelación anticipada, garantías, ejecución, etc.
- c. Deberá generar flujos periódicos y predecibles.
- d. Deberán haber sido seleccionados a partir de criterios preestablecidos por la entidad originadora o en su caso la entidad estructuradora de la emisión que puedan ser además objeto de verificación.

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

Artículo 19. Entidad originadora

Los derechos de crédito o cobro susceptibles de titularización podrán provenir de cualquier persona jurídica, nacional o extranjera, incluyendo las instituciones financieras sujetas a la supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras.

En el caso de que la entidad originadora sea una entidad financiera sujeta a la supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras, el Superintendente General de Entidades Financieras establecerá las condiciones que deberá reunir el traspaso de activos al vehículo de titularización, con el propósito de que estos no sean tomados en cuenta para el cálculo de la razón de suficiencia patrimonial de la entidad originadora y pueda evaluarse el nuevo nivel de exposición al riesgo de la entidad originadora.

Artículo 20. Mecanismos de estructuración

Los procesos de titularización podrán estructurarse por medio de fideicomisos mercantiles y fondos de inversión, en las condiciones y con las limitaciones establecidas en el presente Capítulo.

En el caso de los fondos de inversión, estos deberán constituirse como fondos cerrados y solo podrán emitir valores de participación. Deberán contar con un activo neto mínimo de cien millones de colones. Este monto será ajustado anualmente por el Superintendente, para lo cual utilizará como referencia el índice de precios al consumidor. El monto mínimo de la participación será de tres millones de colones. Este monto será ajustado anualmente por el Superintendente, para lo cual utilizará como referencia el índice de precios al consumidor.

Artículo 21. Entidades administradoras

Los fondos de titularización serán administrados por sociedades administradoras de fondos de inversión.

Los fideicomisos de titularización que emitan valores de

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

participación o mixtos únicamente podrán ser administrados por las entidades sujetas a la supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras. Los fideicomisos de titularización que emitan valores de deuda podrán ser administrados, además, por las sociedades anónimas que se constituyan bajo la legislación costarricense que reúnan las siguientes características:

i. Su objeto social deberá permitir la administración de fideicomisos.

ii. Su capital social deberá ser al menos igual al exigido a las sociedades administradoras de fondos de inversión. Además deberán aportar recursos propios adicionales, atendiendo al volumen de recursos gestionados, en los mismos términos exigidos a las sociedades administradoras.

El grupo financiero al que pertenece la entidad originadora de los créditos o derechos de cobro podrá brindar los servicios de fiduciario o administrador de las emisiones de valores sustentadas en tales créditos o derechos de cobro siempre que lo haga por medio de una entidad independiente de la entidad originadora que reúna las condiciones para ser entidad administradora de conformidad con lo establecido en este Artículo.

La entidad originadora podrá continuar brindando el servicio de cobro administrativo y judicial de los derechos de crédito o cobro objeto de titularización.

Artículo 22. Comité de selección y vigilancia

En el caso de los fideicomisos para cada proyecto de titularización deberá constituirse un comité de selección y vigilancia que vele por la calidad de la selección y posterior gestión de los activos titularizados. Este comité deberá ser un cuerpo colegiado integrado por personas con experiencia en la administración de activos similares a aquellos objeto de la titularización, de las cuales al menos una debe ser independiente del grupo financiero al que pertenezca la entidad fiduciaria. Este comité deberá llevar actas de sus reuniones, en los términos en que lo determine el Superintendente.

En el caso de los fondos de inversión, el comité de inversión deberá estar integrado por personas con experiencia en la

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

administración de activos similares a aquellos objeto de la titularización, de las cuales al menos una debe ser independiente de la sociedad administradora y su grupo financiero. En lo demás, el comité se regirá por la normativa general aplicable a los comités de inversión de los fondos de inversión.

Adicionalmente, la sociedad administradora deberá integrar un comité de vigilancia para cada proyecto de titularización que vele por la calidad de la gestión de los activos titularizados. Este comité deberá ser un cuerpo colegiado, integrado por personas con experiencia en la administración de activos similares a aquellos objeto de la titularización, de las cuales al menos una debe ser independiente de la sociedad administradora y su grupo financiero. Este comité deberá llevar actas de sus reuniones, en los términos en que lo determine el Superintendente.

Artículo 23. Valores producto de la titularización

Los valores emitidos en un proceso de titularización podrán adoptar las siguientes modalidades:

a. Valores de participación: incorporan un derecho de propiedad proporcional sobre el patrimonio del fideicomiso. El inversionista no adquiere un valor de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genere este patrimonio. Los valores de participación podrán prever su redención parcial o total, con antelación a la extinción del fideicomiso, por razón de la liquidación de parte de sus activos.

b. Valores de contenido crediticio: incorporan el derecho a percibir la cancelación del capital y de los rendimientos financieros en los términos y condiciones señalados en el valor. Los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas.

c. Valores mixtos: Son aquellos que de manera adicional a los derechos que confiere un valor de participación pueden ser amortizables o pueden tener una rentabilidad mínima o máxima.

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

Artículo 24. Mecanismos de seguridad o apoyo crediticio

Podrán utilizarse mecanismos de seguridad o apoyo crediticio con el propósito de mejorar la calificación de la cartera de créditos.

Artículo 25. Mecanismos internos

Dentro de los mecanismos de seguridad o apoyo crediticio internos se podrán utilizar alternativamente o en forma combinada los siguientes:

a. Emisión de clases preferentes y subordinadas: consiste en la distribución del riesgo de insolvencia y morosidad de desigual manera entre los inversores que adquieran los valores, para lo cual se crea una emisión principal y una emisión subordinada. A esta última se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción no subordinada se destinarán en primer término los flujos requeridos para la atención de capital e intereses incorporados en los valores.

Los valores que conforman la porción subordinada podrán ser colocados en el mercado, siempre que previamente hayan sido objeto de calificación y que ésta considere el riesgo derivado de su condición de subordinados.

b. Sobrecolateralización de la cartera: Consiste en la cesión al fideicomiso de un conjunto de créditos cuyo valor financiero supera al importe recibido como consecuencia de la emisión de bonos.

c. Cuentas de reserva: Consiste en la constitución de una cuenta formada por el diferencial entre los intereses abonados por los prestatarios originarios y los rendimientos que se pagan a los tenedores de los valores.

d. Sustitución de cartera: Implica la obligación del originante de sustituir los créditos que en el curso del proceso varíen de categoría en forma tal que se incremente el riesgo de su normal recaudación.

e. Otros que autorice el Superintendente.

Convenio Colegio de Abogados – Universidad de Costa Rica

Artículo 26. Mecanismos externos

Dentro de los mecanismos externos se podrán utilizar alternativamente o en forma combinada los siguientes:

- a. Contratos de apertura de crédito a través de los cuales se disponga, por cuenta del originador y a favor del fideicomiso, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez del fideicomiso.
- b. Garantía del originador.
- c. Aavales o garantías conferidos por instituciones financieras y aseguradoras.
- d. Garantía del Estado.
- e. Depósitos de dinero.
- f. Contratos de fideicomiso mercantil de garantía en los cuales el patrimonio autónomo a cuyo cargo se emiten los valores tenga la calidad de beneficiario, de conformidad con las instrucciones que emita el Superintendente.
- g. Otros que autorice el Superintendente.

[Ley reguladora del mercado de valores⁴]

ARTÍCULO 1.- Objeto.

Esta ley tiene por objeto regular los mercados de valores, las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos, los actos o contratos relacionados con tales mercados y los valores negociados en ellos.

3 JURISPRUDENCIA

[Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia⁵]

"...los fideicomisos de titularización realizan actividades de captación de recursos mediante la emisión de pasivos, que son sustitutos cercanos de depósitos a plazo. Estos se pueden considerar altamente líquidos, pues se pueden negociar en Bolsa o bien vender con descuento mediante algún otro medio. Que hechas las consideraciones anteriores pareciera que, una vez que se observan las características propias de cada fideicomiso, es posible evaluar su liquidez, por lo que este no es un término ambiguo. Que se pretende encajar la captación de recursos por cuenta ajena que se realiza mediante los OPAB (fideicomisos o comisiones de confianza), porque el artículo 65 de la Ley así lo permite. Que consistentemente con lo anterior, no se pretende someter al requerimiento de encaje a los títulos que conforman la cartera de inversiones de éstos mecanismos. Que en conclusión, el Banco Central de Costa Rica considera que la potestad especial que le confiere el párrafo segundo del artículo 65 de su Ley Orgánica, le concede la facultad de someter a encaje los instrumentos en los que no exista intermediación financiera (en los artículos 62 y 116 de la Ley se establece la obligatoriedad de encajar la captación en donde exista intermediación financiera). Además, restringe esos instrumentos a contratos de administración, donde se entiende que el administrador capta por cuenta de terceros y lo captado no es su pasivo. Por ello el criterio que define ese mismo párrafo de "ser similares a las operaciones pasivas de los bancos" debe entenderse no es en el sentido de ser una obligación o deuda del administrador, sino en el sentido de su función económica. Por ser el encaje materia eminentemente monetaria y de liquidez, ese criterio significa que los instrumentos en cuestión tienen un uso monetario similar a los pasivos bancarios, que son los que tradicionalmente se consideran dinero o cuasidinerio por su alta liquidez. Bajo ese criterio, dichos instrumentos son cercanos sustitutos del dinero..."

- 1 Jiménez Monge, Sebastián. Análisis jurídico de la titularización de activos en el ordenamiento jurídico costarricense y en el Derecho comparado. Tesis para optar por el grado de Licenciado en Derecho. Universidad de Costa Rica. Mayo, 2002.
- 2 González Roesch, Jorge y Sandoval León, Ana. Análisis jurídico de los procesos de titularización como esquemas de financiamiento no tradicional para la Empresa Pública-Fideicomiso de Titularización Proyecto Hidroeléctrico Peñas Blancas. Tesis para optar por el título de Licenciados en Derecho. Universidad de Costa Rica. Setiembre, 2003.
- 3 Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero. Reglamento de oferta pública de valores provenientes de procesos de titularización. Publicado en la Gaceta No. 226 del 22 de noviembre del 2002
- 4 Asamblea Legislativa. Ley reguladora del mercado de valores No.7732. Publicada en La Gaceta No.18 del 27 de enero de 1998.
- 5 Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia. Resolución No. 03590-98. San José, a las trece horas cincuenta y siete minutos del veintinueve de mayo de mil novecientos noventa y ocho.