



Titularización: “Opciones para el financiamiento del sector lácteo nacional”

Melizandro Quirós, MBA

Preste atención a las
señales del mercado



A veces son obvias

- **Antecedentes**
- **Fundamentos y justificación**
- **Marco legal de Costa Rica**
- **Operativa del modelo**
- **Experiencia internacional**
- **Ventajas y desventajas**
- **Riesgos de la Titularización**
- **Mecanismos de garantía**
- **Conclusión**

- **Concepto**

- **La titularización, también conocida como securitización de activos, incluye la emisión de títulos valores respaldados por el flujo futuro de ingresos de un conjunto de activos, los cuales son conocidos como activos subyacentes. Los títulos-valores creados se conocen con el nombre de activos sintéticos o derivados que se caracterizan por tener mayor mercado y liquidez que los activos originales.**

- **Hipotecas**
- **Vouchers de tarjetas de crédito**
- **Cobro de peajes en obra pública**
- **Remesas de emigrantes**
- **Flujos de alquileres de edificios**

- **Argumentos Teóricos**

- **La realización del proceso de Titularización se origina cuando el acreedor original generalmente llamado ("originador") mediante un vehículo financiero realiza la identificación, segregación y venta de una cartera de activos "básicos", a partir de los cuales se construye un activo financiero con características deseadas en aspectos tales como rentabilidad, madurez, y riesgo, que se ha llamado activo "derivado".**
- **Debe destacarse que el riesgo de estos títulos "derivados" es inferior a la suma de los riesgos de sus componentes aislados.**

- **Antecedentes**

- **Muchos autores coinciden en afirmar, que el origen contemporáneo de la aplicación de la titularización de activos se encuentra en los Estados Unidos de América, por los instrumentos que se emitieron en la década de los setenta, conocida en el derecho anglosajón bajo la denominación "securitization", cuando la National Government Mortgage Association ("Ginnie Mae") desarrolló el "G.N.M.A passthrough"; un título garantizado por préstamos hipotecarios de viviendas originados en la Federal Housing Administration (F.H.A.) y la Veterans Administration (V.A.) .**

- **Fundamentos de la figura**
- **1. Desintermediación Financiera: Se presenta cuando una empresa que tiene necesidad de financiamiento, decide optar por la emisión y colocación directa de títulos en el mercado, en lugar de recurrir a los intermediarios financieros**
- **2. Rotación del activo: En el sentido de utilizar la riqueza acumulada como fuente de liquidez y de liberación de recursos para atender proyectos productivos.**

Por qué aplicarla en este sector

- **Falta de capitalización de las actividades ganaderas.**
- **Subutilización de la capacidad productiva de las fincas.**
- **Inexistencia de crédito empresarial de largo plazo**
- **Alto costo y trámites del crédito comercial**

Marco Legal

- **Reglamento de Oferta Pública (SUGEVAL)**
 - **TITULO IV: VALORES PROVENIENTES DE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN Y OTROS VALORES ESTRUCTURADOS**
- **Artículo 60. Concepto :** En adición a 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 financiamiento que consiste en ceder incondicionalmente a un patrimonio separado, flujos de ingreso o un conjunto prefijado de activos y sus flujos de ingresos, actuales o futuros, y la venta de estos paquetes a los inversionistas, en la forma de valores emitidos en forma estandarizada respaldados por esos flujos de ingresos o flujos de sus activos subyacentes.***

Marco Legal

- **Reglamento de Oferta Pública**
 - **TITULO IV: VALORES PROVENIENTES DE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN Y OTROS VALORES ESTRUCTURADOS**
- **Artículo 61. Activos objeto de titularización** Podrán estructurarse procesos de titularización a partir de flujos provenientes de: créditos hipotecarios de vivienda, créditos hipotecarios comerciales, créditos revolutivos, créditos comerciales, créditos personales, cobro de contratos de arrendamiento, cobro futuro de servicios como líneas o llamadas telefónicas, servicio de televisión por cable, desarrollo de obra pública, **y otros que defina el Superintendente por acuerdo de alcance general**. No serán considerados activos susceptibles de titularización los valores, ni los bienes muebles o inmuebles. En estos dos últimos casos sí lo serán los ingresos que estos generen.

Marco Legal

- **Artículo 63. Entidad originadora:** Los activos o derechos susceptibles de titularización podrán provenir de cualquier persona física o jurídica, nacional o extranjera, incluyendo las instituciones financieras sujetas a la supervisión de la SUGEF.
- **Artículo 64. 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 Título IV de este Reglamento.
En el caso de los fondos de inversión de titularización, estos deberán constituirse como fondos cerrados no financieros

Marco Legal

- **Artículo 67. 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 o el fondo de inversión. El inversionista no adquiere un valor de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genere este patrimonio
 - 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.

Marco Legal

- **Reglamento de Oferta Pública: Artículo 13. Oferta pública restringida** Se considera oferta pública restringida la que se dirige únicamente a inversionistas institucionales, es decir, intermediarios financieros y de valores, organismos internacionales, fondos de inversión, fondos de pensión y fideicomisos que funcionen como fondos de inversión o de pensión y a **inversionistas sofisticados** que cuenten con un patrimonio neto igual o superior a \$1.0 millón de dólares. En ambos casos, tanto nacionales como extranjeros.
- **inversionistas sofisticados : Inversionistas que demuestren que conocen los riesgos del negocio**

Marco Legal

- **28 ABRIL 2006. Ley 8507: Desarrollo de un Mercado Secundario de Hipotecas con el Fin de Aumentar las Posibilidades de las Familias Costarricenses de Acceder a una Vivienda Propia, y Fortalecimiento del Crédito Indexado a la Inflación (unidades de desarrollo-UD)**
- Artículo 10.—**Sociedades fiduciarias:** ...Las sociedades fiduciarias tendrán, como objeto social exclusivo, la constitución y administración de fideicomisos de cualquier tipo. Estas sociedades se constituirán como sociedades anónimas, cuyo objeto exclusivo será la administración de activos en propiedad fiduciaria, según las condiciones de cada fideicomiso. Las operaciones y la contabilidad deberán ser totalmente independientes de la institución a la que pertenezcan

Marco Legal

- **Ley 8507**
- Artículo 11.—**Objeto social.** Las sociedades titularizadoras tendrán, como objeto social, **la titularización de cualquier tipo de activo y/o flujos futuros.** Las sociedades a que se refiere este título se constituirán como sociedades anónimas, cuyo objeto será la adquisición de los activos o derechos sobre flujos futuros y la emisión de títulos de deuda, de corto o largo plazos. Cada emisión se administrará en patrimonios separados del patrimonio común de la sociedad titularizadora.
- Artículo 13.—**Separación patrimonial.** Los activos que formen parte de procesos de titularización podrán conformar universalidades, cuyo flujo de caja estará destinado, exclusivamente, al pago de los títulos valores emitidos y de los demás gastos y garantías inherentes al proceso, en la forma en que se establezca en el correspondiente prospecto de emisión.

Marco Legal

- **Ley 8507**
- Artículo 18.—**Universalidades.** Los activos que formen parte de procesos de titularización de cualquier tipo de activo o flujos futuros podrán conformar **universalidades; estas constituirán patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica que serán administrados por sociedades titularizadoras, cuyo flujo de caja estará destinado, exclusivamente, al pago de los títulos valores emitidos** y de los demás gastos y garantías inherentes al proceso, en la forma en que se establezca en el correspondiente contrato de emisión.
- Artículo 20.—**Anotación registral.** Cuando se utilice una universalidad para un proceso de titularización de bienes sujetos a inscripción, el Registro Nacional anotará en el asiento respectivo que dichos bienes pertenecen a la universalidad y son administrados por la sociedad titularizadora respectiva.

Marco Legal

- **Titularizaciones**

Institución / Administrador

**Bancos, Puestos de Bolsa y
Sociedades Fiduciarias**

**Sociedades Administradoras de
Fondos de Inversión**

Sociedades Titularizadoras

Vehículo

Fideicomisos

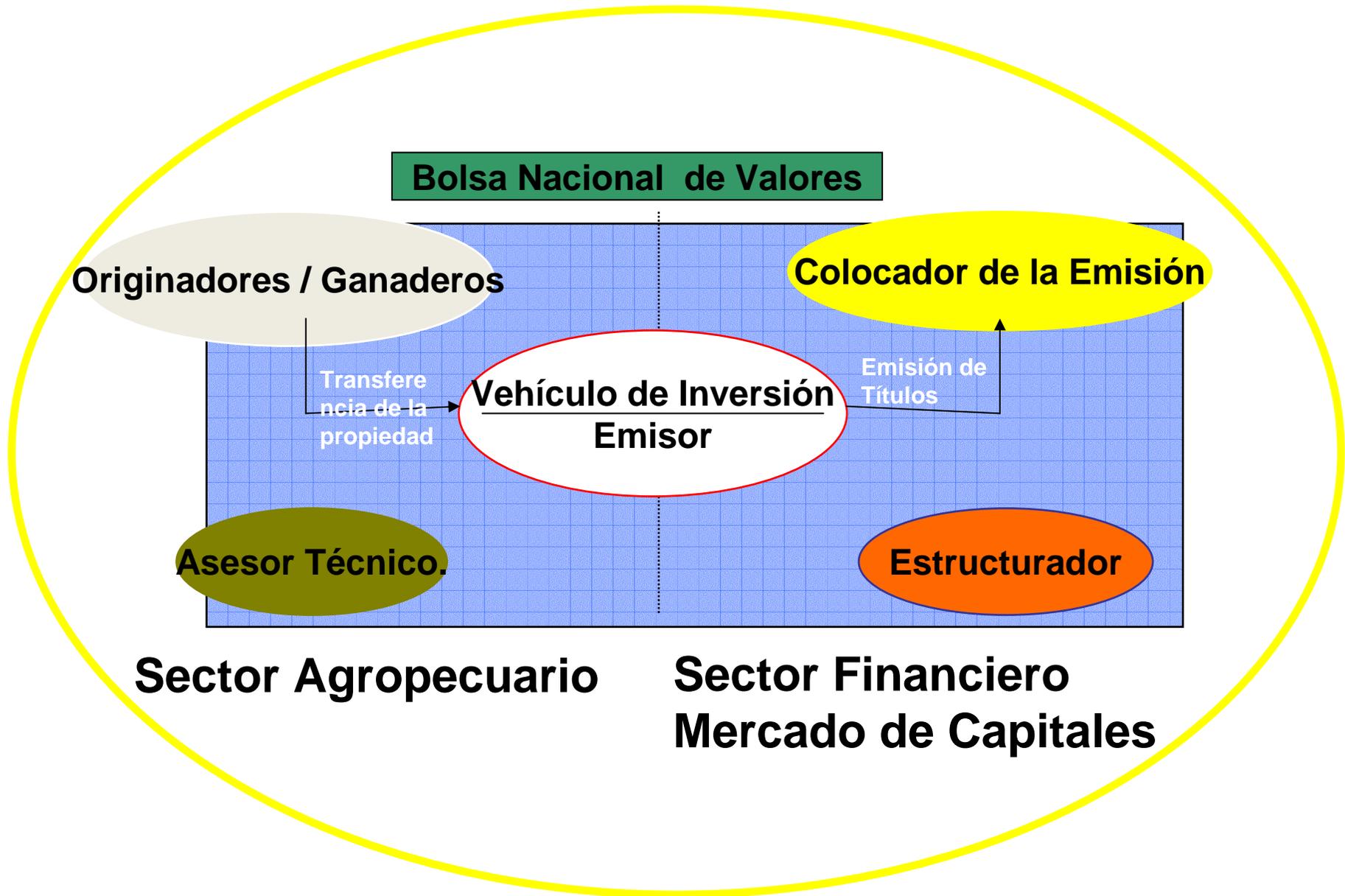
**Fondo de Inversión Cerrado
de Titularización**

Universalidades

Qué es la Titularización Ganadera ?

- **Es instrumento financiero mediante el cual emiten títulos valores que están respaldados por un Patrimonio Autónomo constituido por novillos o ganado de engorde / leche que han sido seleccionados con base en estrictos criterios técnicos de peso, edad, condición y productividad; o bien, sobre los contratos o derechos actuales o futuros del negocio lechero sujetos dichos flujos a alguna norma presupuestaria legal obligatoria o convenida.**

Qué es la Titularización Ganadera?



Qué es Titularización Ganadera?

Ganaderos

- **Ceden la propiedad del ganado**
- **Compromiso de la entrega de una determinada cantidad de leche o de peso para el engorde**
- **Manejo sanitario del animal**
- **Suministran la información requerida**
- **Permiten visitas de inspección y acompañamiento**
- **Acatan recomendaciones de manejo**

Qué es Titularización Ganadera?

Asesor Técnico

- Realiza la selección de las zonas teniendo aspectos técnicos y de seguridad.
- Realiza la selección de ganaderos y fincas.
- Realiza la selección de los ganados.
- Acompañamiento técnico a los ganaderos.
- Define planes de manejo nutricional y sanitario.
- Controla los compromisos de aportación
- Comercializa los animales
- Elabora informes de gestión sobre la evolución de los ganados.

Qué es Titularización Ganadera?

Bolsa Nacional de Valores

- **Diseña las condiciones de operación de los títulos-valores**
- **Ofrece la plataforma para la compra y venta de las Títulos-valores**
- **Recopila la información necesaria para enviar ante la Superintendencia de Valores y las calificadoras de Valores.**

Qué es Titularización Ganadera?

Empresa Emisora
Vehículo de Inversión

- Administra el Patrimonio Autónomo.
- Coordina con el Asesor Técnico
- Coordina los recaudo de dineros.
- Invierte los excedentes.
- Celebra contrato de Underwriting con el Colocador.
- Emite los títulos
- Atiende a los inversionistas (Asamblea)

Qué es Titularización Ganadera?

**Colocador de la
emisión**

- Estructura la estrategia de posicionamiento de los títulos.
- Hace el pre - mercadeo de las emisiones.
- Determina las condiciones de precio y tasa.
- Firma contrato de Underwriting.
- Genera el mercado secundario para dar liquidez a los inversionistas.
- Elabora estadísticas sobre el comportamiento de los títulos.

Otras figuras dentro del modelo

- **Estructurador de la emisión:** Es la entidad encargada del diseño técnico, jurídico, financiero y operativo del proceso de titularización, por encargo directo del originador o del vehículo de inversión.
- **Custodio de los Activos:** Es la entidad encargada de la tenencia y administración de los activos. Esta labor es generalmente realizada por los originadores.
- **Sociedad Calificadora de Valores:** Las calificadoras de valores adelantan el estudio de riesgos del proceso, con el fin de otorgar una calificación que sirva como referencia para los inversionistas acerca de las posibilidades de pago de los títulos adquiridos.
- **Inversionistas:** Son las personas-físicas y jurídicas- que suscriben y pagan los títulos, con lo cual adquieren el derecho de reclamar al administrador del vehículo de inversión tanto el capital como los rendimientos o la valorización de los bienes que han sido titularizados.

- **Experiencias**

**Colombia: Titularización Patrimonio Autónomo Fideicomiso Cria-
leche**

- **Monto: \$3.400.000.000**
- **Fecha de Colocación: 26 de julio de 2002**
- **Modalidad: Valores crediticios**
- **Plazo : 5 años**
- **Pago de intereses trimestral y amortización del capital a partir del tercer año.**

**Uruguay: Certificados Representativos de Inversiones,
colateralizados por créditos contra el Fondo de Financiamiento
de la Actividad Leche**

- **Monto: \$26.000.000.000**
- **Fecha de Colocación: 2 Diciembre de 2002**
- **Modalidad: Valores crediticios**
- **Plazo: Variable / Máximo 15 años**
- **Pago de intereses mensual y de amortización anual**

Colombia: Titularización Patrimonio Autónomo Fideicomiso Cria-leche

- **Se aportaron al patrimonio autónomo 10.008 animales.**
- **8 Ganaderos del norte de Colombia**
- **Transferir, por parte de fideicomitentes iniciales y posteriores la propiedad de los flujos de caja originados por un hato inicial de características de doble propósito y el activo subyacente que genera dicho flujo, permitiendo que con cargo a dicho patrimonio se emitan y se coloquen los títulos movilizados.**
- **En este contrato, los originadores se responsabilizan de administrar directamente el ganado, asumiendo los costos de medicamentos, vacunas, y todos aquellos insumos necesarios para la producción preestablecida. Igualmente, se responsabilizan de la muerte prematura reemplazando al animal .**

• **Características de la Primera Emisión**

INGRESOS:

- **Leche-Recursos** provenientes de la comercialización de la leche producida por los hatos ganaderos.
- **Ingresos por Crías- Recursos** provenientes de la comercialización de las crías hembras y machos.
- **Ingresos** provenientes por la venta de un porcentaje de animales adultos.
- **Ingresos por venta de novillas**
- **(excepcional)- Ingresos** provenientes por la venta de hembras que se encuentran edades entre los 12 y 48 meses de edad, en caso de que sea necesario cubrir un déficit en las obligaciones derivadas de los Títulos
- **Valor de Salvamento-** Valor comercial o valor de venta de todos los activos del patrimonio autónomo al momento del vencimiento de los títulos.

- **Estructura de la Emisión**
- **VAN del P.A. US\$ 7.798.000 Dólares**
- **Indice de Siniestralidad 15.4%**
- **Cobertura(1.5 veces el I.S.) $15.4\% * 1.5 = 23.14\%$**
- **Sobrecolateral US\$ 4.398.000 Dólares**
- **Indice de Cobertura 5.59 veces**
- **% Colateralización 129%**
- **Monto de la Emisión US\$ 3.400.000 Dólares**

Uruguay: Titularización Fondo de Financiamiento de la Actividad Lechera

- **Fondo de Financiamiento de la Actividad lechera, se constituye por un aporte del \$0.84 por cada litro de leche líquida destinada al consumo, producida en el país o importada. (ley 17.582,2002)**
- **Las empresas productoras trasladan su aportación 15 días finalizado cada mes . Las empresas importadoras deben trasladar su aportación con anterioridad al despacho del producto importado.**
- **El MGAP y el Ministerio de Economía y Finanzas ceden los ingresos presentes y futuros del fondo por el plazo requerido a un Banco. Sobre esos flujos se emiten los Certificados Representativos de Inversiones (CRI)**
- **Plazo de los títulos: Variable en función del flujo de fondos cedidos con un máximo de 15 años. El plazo será el requerido para alcanzar la totalidad de los compromisos sobre los CRI**
- **Fondo de reserva de Estabilización de Pagos: US \$ 2 MM
(3 meses de recursos captados por el Fondo)**

VENTAJAS

Para los originadores (ganaderos):

- Modernización empresarial del ganadero.**
- Capitaliza la actividad ganadera.**
- Permite adecuar los pagos a los flujos financieros**
- Incrementa la capacidad de uso de las fincas.**
- Libera recursos para otros proyectos productivos**
- El ganadero participa en diferentes etapas del proceso de financiamiento.**
- Genera mayor producción y empleo nacional**

VENTAJAS

Para los inversionistas:

- **Novedoso instrumento de inversión
(Operadoras de Fondos de Pensión,
Bancos Internacionales, etc)**
- **Ampliación de las oportunidades de inversión.**
- **Inversión rentable**
- **Evaluación independiente de los riesgos de la inversión.**

Riesgos

- **Riesgos de consumo de leche fluida**
- **Riesgo de no lograr la producción esperada**
- **Riesgo de retención de la producción**
- **Riesgos de mortalidad natural sobre los animales**
- **Riesgo legal**
- **Riesgo de contraparte**
- **Riesgos de hurto de los animales**
- **Riesgo moral o de selección de los originadores (riesgo de crédito)**
- **Riesgo de concentración de los animales en un originador**
- **Riesgo de comercialización**
- **Riesgo legales de la figura**
- **Riesgos del mercado bursátil (iliquidez, valoración)**

Mecanismos de Garantías

- **La Sobrecolateralización de la Emisión:** Es la diferencia existente entre el valor de la emisión y el valor del Patrimonio Autónomo; contra este excedente se imputan los siniestros y faltantes en el proceso
- **Póliza de Seguros:** El ganado se encuentra amparado por una póliza constituida por el Patrimonio Autónomo, con cargo a los recursos de la colocación, que cubre el 100% del valor de los animales transferidos para la emisión por los riesgos de hurto.
- **Avales de Entidades Financieras:** Son garantías de crédito, otorgadas por entidades financieras independientes de los originadores, para cubrir las obligaciones del Patrimonio Autónomo.

Mecanismos de Garantías

- **Fondo de Reserva de estabilización de pagos:** Se utilizará en casos de problemas con el agente de pago o por atrasos en la entrega (% de las ganancias del fondo)
- **Págare de los ganaderos:** Solidaridad con las obligaciones del Fondo.
- **Pago con derechos de participación del fondo:** Asume riesgos como inversionistas
- **Derechos de Crédito Subordinado:** El ganadero tiene derecho al cobro de intereses después de cumplida una serie de requisitos de pago al resto de los inversionistas.

Mecanismos de Garantías

- **1. Fondo de Interés:**

Administración de los recursos que ingresen al patrimonio provenientes de la venta directa de leche, los traslados del fondo de cobertura y los rendimientos financieros de los excedentes de liquidez.

- **2. Fondo de Capital:**

Administración de los recursos que ingresen al patrimonio provenientes de la venta de machos destetos, vacas y machos de descarte, los traslados del fondo de cobertura y los rendimientos financieros de los excedentes de liquidez. Igualmente el fondo de capital podrá nutrirse de la venta de vacas adultas en caso de llegar a necesitarse, es decir, cuando faltando tres meses para el pago de cada amortización de capital no se haya logrado captar un valor superior al 65% de los recursos proyectados.

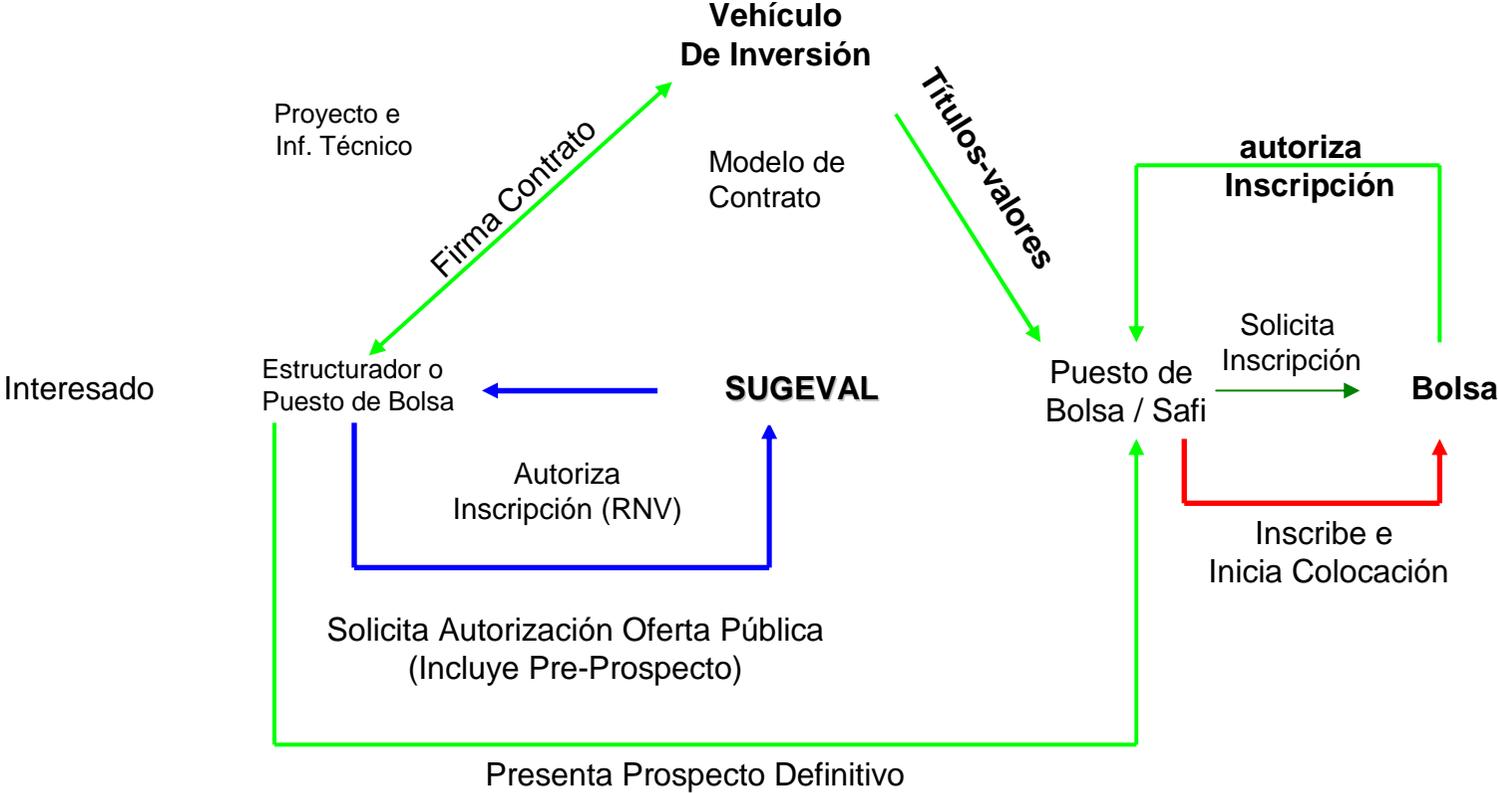
3. Fondo de Garantía: Estará constituido por: a) un aporte inicial, equivalente al 9.0% del valor total de la emisión, b) Por los rendimientos financieros que genere dicho fondo.

• Operatividad del Proceso

- 1. Inscripción de ganaderos ante empresa administradora**
- 2. Selección y valoración de animales, por parte de la empresa administradora**
- 3. Suscripción del contrato entre el ganadero y el vehículo de inversión seleccionado**
- 4. Emisión y venta de los títulos.**
- 5. Transferencia de dinero a los ganaderos.**
- 6. Compromiso de entrega de leche- Ingresos**
- 7. Comercialización de los animales**
- 8. Redención de los títulos.**

TITULARIZACION

Gestión para su Oferta Pública



Conclusiones

- La titularización: mecanismo creado para financiar actividades productivas al más bajo costo
- Mecanismo de financiamiento flexible
- Proceso técnico y óptimo : Existe un proceso de valoración del negocio (financiero, ingenieril, legal,etc)
- En C.R. Aunque existe un marco jurídico nacional que ordena los procesos de titularización, para el caso de una aplicación al sector ganadero quizás sea necesario un proceso de aceptación específica por parte de la SUGEVAL.

Conclusiones

- Proceso lento y de costos relativamente más bajo que el simple crédito bancario
- Calificación de la titularización: Información de los originadores (ganaderos)
- Requiere la participación de varios actores (públicos y privados)
- Debe ser un producto para inversionistas con conocimientos del mercado o que manejen un perfil alto de riesgos

Valorizador de Bolsa

www.bolsacr.com/financiamiento

- Parámetros Generales Monto de la emisión \$Periodicidad
-
- + Costos Básicos
-
- **Plazo en años**
- Tasa de Interés %%%Prima%%Tasa Bruta %%%%
- **Costos Básicos Iniciales:**
- Estructuración
- Colocación
- Calificación Riesgo (análisis inicial)
- Promoción (lanzamiento de la emisión)
- **Costos Básicos Recurrentes (anualizado):**
- Calificación de Riesgo (mantenimiento)
- Mantenimiento BNV Sugeval
- Cámara de Emisores
- Costos de Cumplimiento
- **Costo efectivo de la emisión (Básicos) %%%%**
- + Costos Adicionales (Opcionales)
- Mejoras crediticias
- Suscripción/Underwriting
- **Costo Efectivo Total (Basicos+Adicionales).**
- Financiamiento Bancario
- **Parámetros:** Monto del Crédito Plazo de financiamiento Tasa de financiamiento Comisiones dedesembolso (flat) Comisiones de seguimiento (anual) Costos de Formalización (flat)
- **Plazo en años Costo efectivo**