



FIDEICOMISO DE TITULARIZACION EXPERIENCIA EN VENEZUELA

Presentado por
Pedro Ott

COLAFI 2014
XXIV Congreso Latinoamericano de Fideicomiso
15 al 17 de Octubre 2014 - PANAMA

Agenda

- Concepto de Titularización – Factores Críticos
- Titularización en Venezuela - Precedentes
 - Normas 1993 – Fideicomisos de Titularización
 - Reformas Normas 2002 – Vehículos de Propósito Especializado
- Casos Venezolanos en el mercado internacional
- Reflexiones finales

Concepto Titularización

PEDRO OTT
Colafi 2014

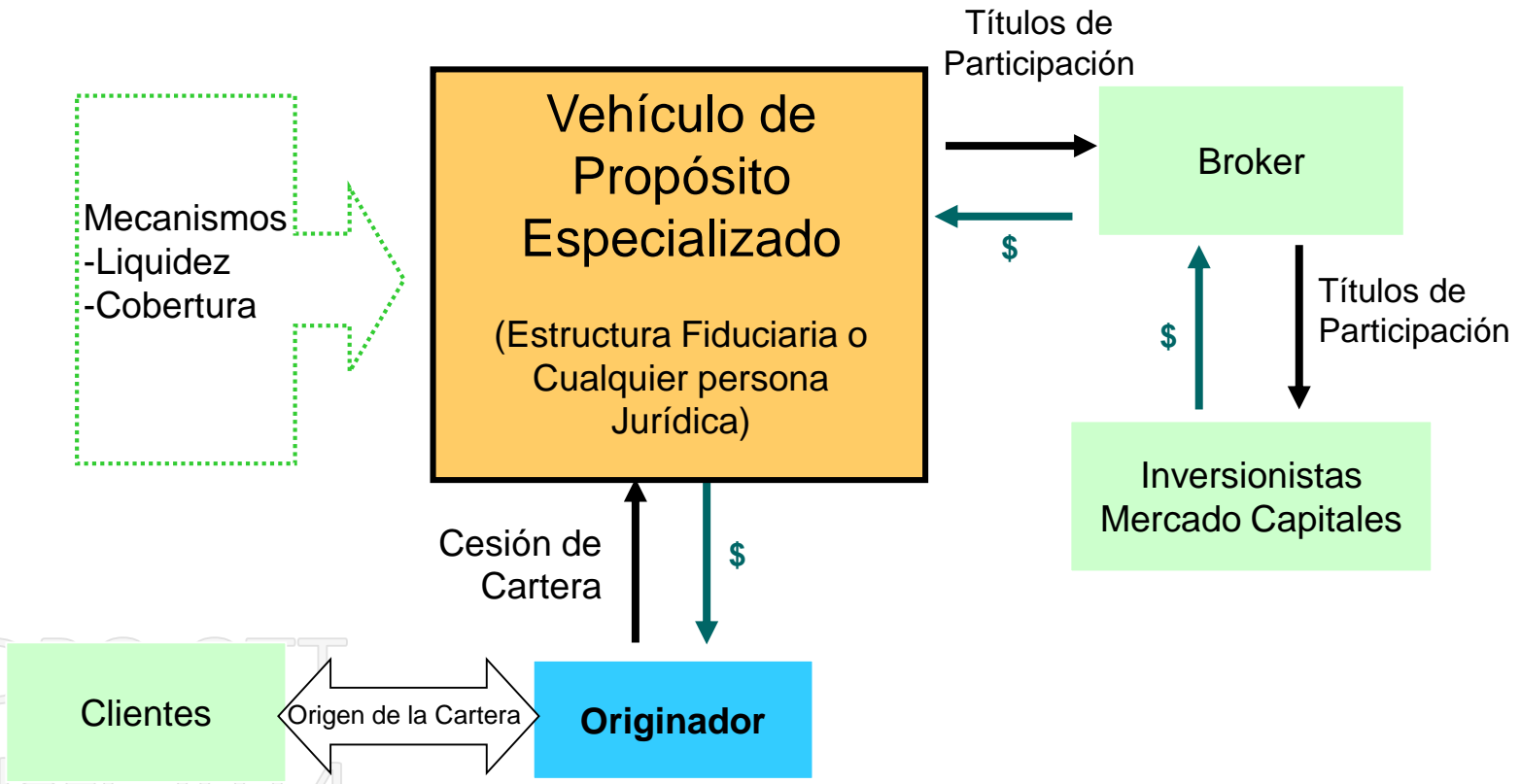
Concepto de Titularización

Titularización es una transacción en la cual un lote de activos de cierta calidad y riesgo (**la cartera**), se separa del balance de la empresa (**originador**) y son transferidos a un vehículo de propósito especializado (**VPE**). Luego, el VPE emite **títulos de participación** en el mercado de capitales y usa los fondos de la emisión para pagar por la cartera transferida. **Los títulos de participación son repagados con los flujos de caja que genere la cobranza de la cartera.**

La empresa a través de la titularización podrá hacerse de liquidez a un costo financiero más atractivo cuando la calidad y riesgo del activo titularizado así lo permita.

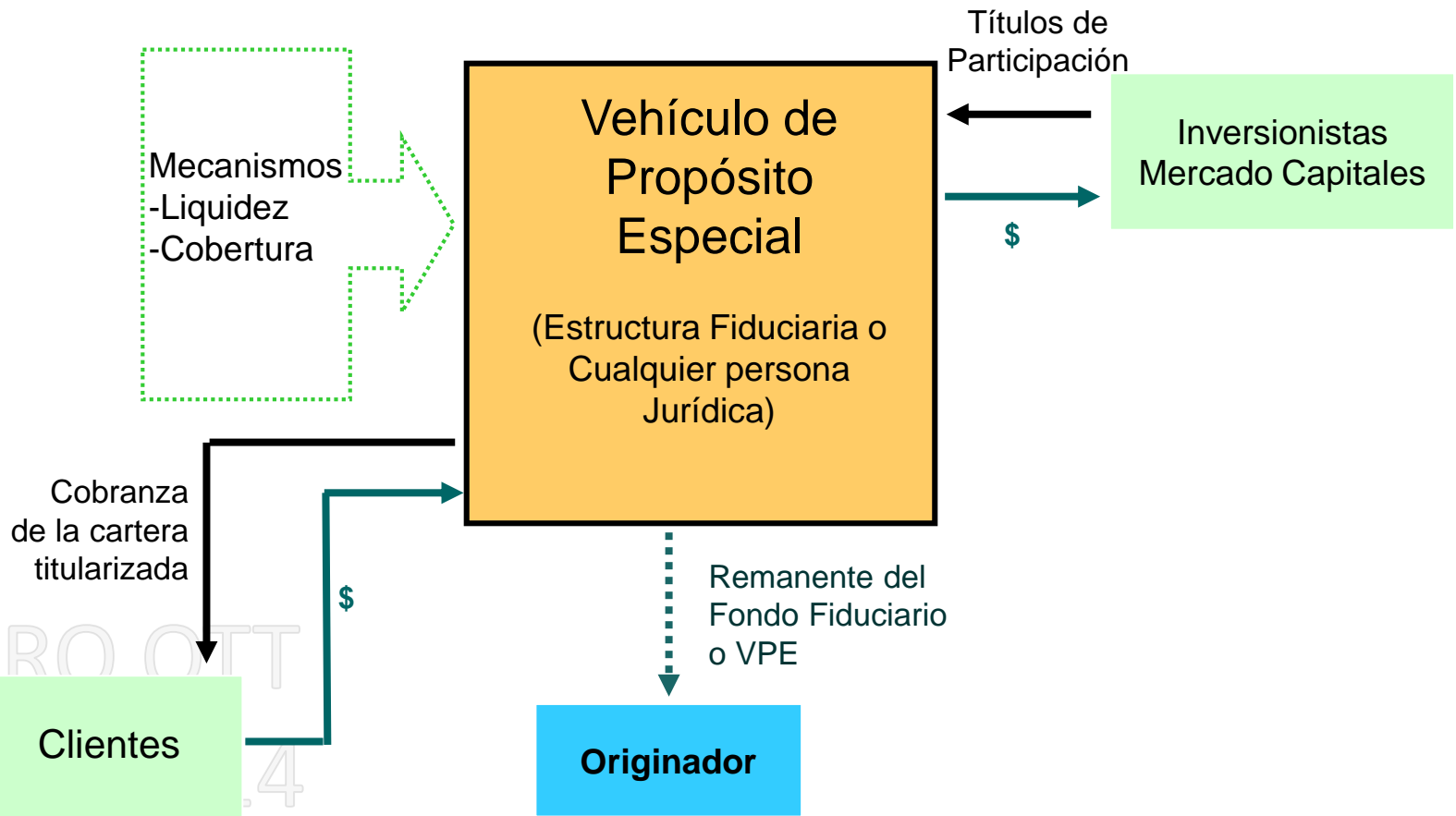
Titularización – Fase de Colocación

Esquema ilustrativo



Titularización – Fase de Repago

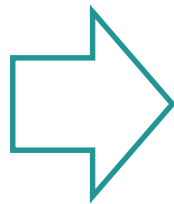
Esquema ilustrativo



Titularización vs Deuda directa

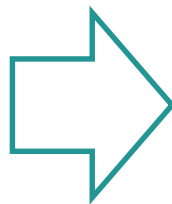
Separación de Riesgo

Titularización



el inversionista se expone al **riesgo específico** de la cartera titularizada.

Deuda directa



el inversionista se expone al **riesgo global** del Originador.

Emisión de nueva deuda directa

Balance Inicial Empresa

Cash	Deuda
CxCobrar	
Inventario	Patrimonio
PP&E	

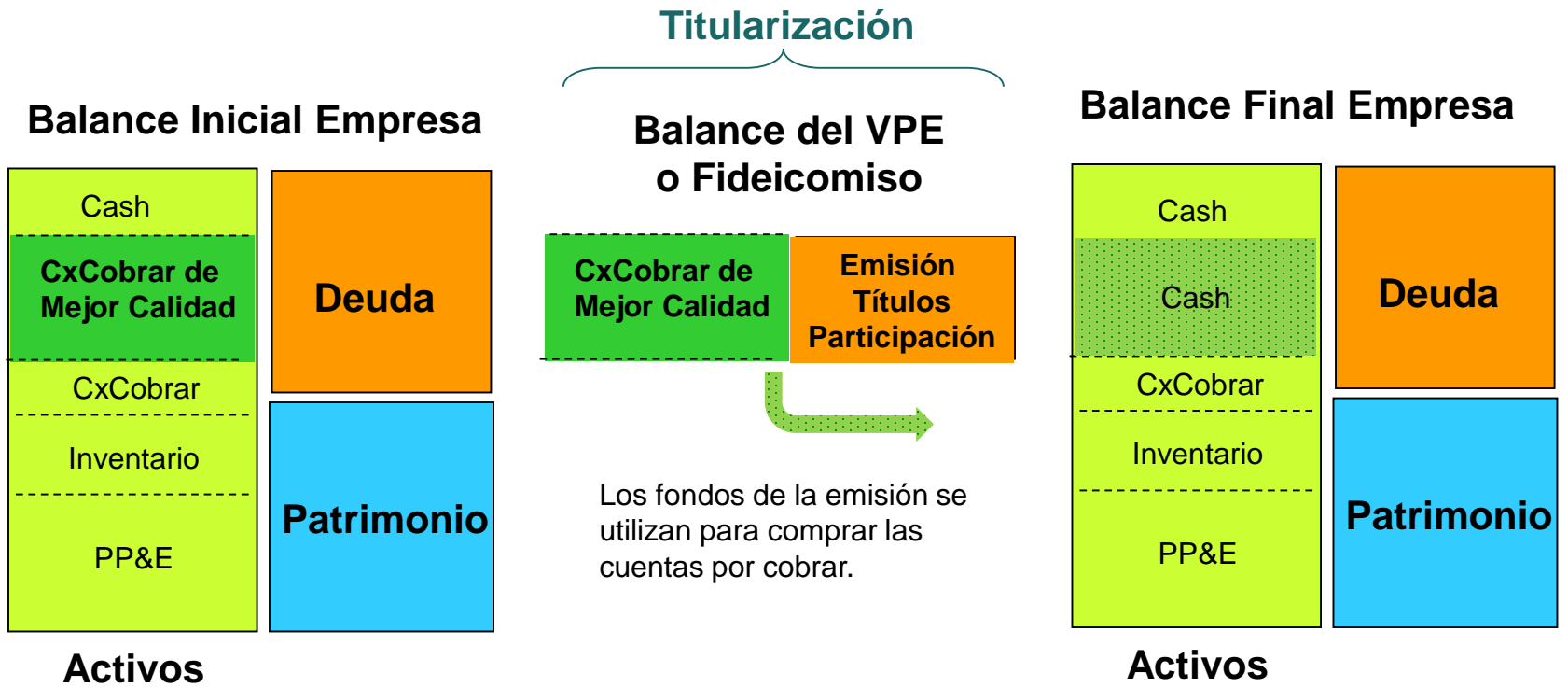
Activos

Balance Final Empresa

Cash	Nueva Deuda
Cash	Deuda
CxCobrar	
Inventario	Patrimonio
PP&E	

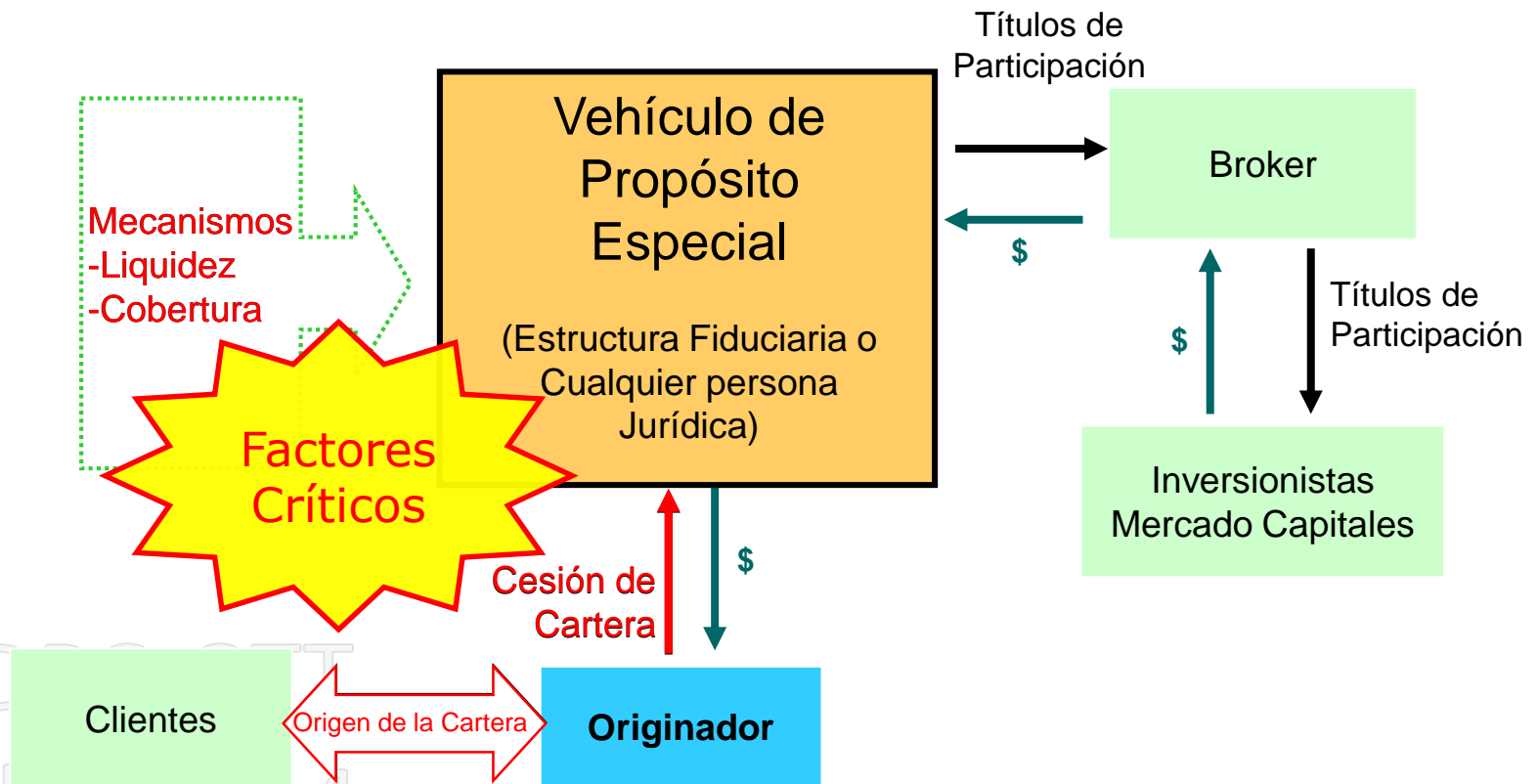
Activos

Titularización



Titularización – Factores Críticos

Esquema ilustrativo



Titularización – Factores Críticos y Complejidades

- Cartera existente vs Cartera futura
 - Ejemplo: Derechos sobre contratos de servicios, contratos de flete, venta de petróleo, etc.
- Transferencia legal de la cartera al VPE vs Separación del riesgo del Originador
 - Control accionario, gerencial, operativo sobre el VPE, compromisos de sustitución de cartera, etc.
 - “True Sale” – El activo está protegido en eventos de bancarrota del Originador?
- Estructura contractual compleja
 - Sincronización de flujos de la cartera vs Servicio de Deuda de los Títulos de Participación.
 - Carteras estandarizados y homogéneas vs evaluación de riesgo (diversificación)
 - Notificación y aceptación por parte de los deudores cedidos
 - Incorporación de mecanismos de mitigación de riesgos (Liquidez, cobertura, etc) vs costos de la estructura.
 - Calificación de Riesgo
 - Fideicomiso vs Estructurador.
- Entendimiento del riesgo por parte del inversionista en eventos de default versus Riesgo Moral
- Rotación de cartera vs políticas de crédito del Originador

Titularización en Venezuela

PEDRO OTT
Colafi 2014

Los precedentes de titularización en Venezuela...

... pueden separarse en dos etapas demarcadas por las normativas legales que regulan estos procesos:

Normas Relativas
a la Oferta
Pública de Títulos
de Participación
CNV-Nov-1993

FIDEICOMISOS
DE
TITULARIZACION

VEHICULOS DE
PROPOSITO
ESPECIALIZADO

Normas Relativas
a la Oferta
Pública sobre la
Titularización de
Activos
CNV-Ago-2002

Primera Etapa
Fideicomisos de Titularización

PEDRO OTT
Colafi 2014

Normas Relativas a la Oferta Pública de Títulos de Participación – CNV – 18/noviembre/1993

NORMAS RELATIVAS A LA OFERTA PUBLICA DE TITULOS DE PARTICIPACION

ARTICULO 1.- A los fines de estas normas, los siguientes términos tendrán los significados que de seguida se indican:

Activo Subyacente es el bien o conjunto de bienes tangibles o evidenciados por instrumentos, que son aportados al fideicomiso.

Contrato de Fideicomiso es el instrumento en virtud del cual se constituye y regula el Fideicomiso.

FIDEICOMISO es el fideicomiso constituido por el Interesado, al cual se aporta el Activo Subyacente sobre el que el Fiduciario emitirá Títulos de Participación, designado a los Tenedores de éstos como beneficiarios.

Fiduciario es la entidad autorizada por la legislación nacional para actuar como fiduciario, designado como tal en el Fideicomiso.

Interesado es la persona que desea realizar oferta pública de Títulos de Participación

Participación es el derecho de participar en los flujos pecuniarios que correspondan al Activo Subyacente en los porcentajes y bajo las condiciones establecidas en el Contrato de Fideicomiso.

Títulos de Participación son los títulos que evidencian los derechos de participación de sus tenedores sobre el Activo Subyacente.

Normas Relativas a la Oferta Pública de Títulos de Participación – CNV – 18/noviembre/1993

ARTICULO 2.- Las personas que se propongan hacer oferta pública de Títulos de Participación en el Territorio Nacional, deberán obtener la autorización previa de la Comisión Nacional de Valores.

Quedan excluidas de estas normas las emisiones de certificados de participación que se hagan de conformidad con las disposiciones de la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras.

ARTICULO 3.- A los fines de otorgar la mencionada autorización, el interesado deberá suministrar a la Comisión Nacional de Valores evidencia del cumplimiento de las siguientes condiciones respecto a los Títulos de Participación:

- 1) Que el interesado ha constituido un Fideicomiso en virtud del cual se han transferido al Fiduciario, de manera pura y simple, todos los derechos respecto del Activo Subyacente.
- 2) Que el Activo Subyacente se encuentra libre de gravámenes.
- 3) Que el fiduciario ha emitido Títulos de Participación al portador que evidencian la totalidad de los derechos respecto del Activo Subyacente.
- 4) Que de conformidad con el Contrato de Fideicomiso, el Fiduciario debe distribuir, dentro de un plazo no mayor de treinta (30) días, a los tenedores de Títulos de Participación, en base a los porcentajes de participación que éstos establecen sobre el Activo Subyacente, todas las cantidades recibidas por el Fiduciario respecto al Activo Subyacente.
- 5)...

Precedentes en Venezuela - Período 1992-1995

Emisor	MMUS\$ (*)	MMBs	Activo Titularizado
Interval Union	30	2000	CxC Tarjetas de Crédito Visa y MasterCard Unión
Interval Union	12	1000	CxC Tarjetas de Crédito Visa y MasterCard Unión
Madosa	13	1000	CxC Industriales
Pinco Pittsburgh	8	800	CxC Industriales
Sidor	17	2200	CxC Industriales
Inverca	8	700	Créditos Financiamiento de Vehiculos
Banco Mercantil	20	10000	Créditos Financiamiento de Vehiculos

(*) Equivalente en US\$ a la tasa de cambio oficial a la fecha de emisión.

Culmina la primera etapa de titularizaciones..s.a.

- Crisis Bancaria
 - Nueva Ley de Bancos
 - Bancos Universales
 - Prohibición de Negocios con relacionadas
- Autorización de las Calificadoras de Riesgo
 - Instrumentos representativos de deuda deben tener dos (2) calificaciones de riesgo
- Aumento de costos de las titularizaciones

Segunda Etapa
Vehículos de Propósito
Especializado

PEDRO OTT
Colafi 2014

Normas Relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos – CNV – 21/Agosto/2002

Artículo 1.- Estas normas tienen por objeto regular la oferta pública de los Títulos de Participación, respaldados por un activo subyacente.

Artículo 2.- A los fines instrumentales de estas normas, los siguientes términos tendrán los significados que a continuación se indican:

Activo subyacente: cualquier bien o conjunto de bienes aportados a un *Vehículo de Propósito Especializado*, destinados a respaldar la oferta pública de los Títulos de Participación.

Vehículo de Propósito Especializado: es cualquier persona jurídica creada con el fin de recibir el activo subyacente, y que a su vez podrá emitir los Títulos de Participación.

PEDRU OTI

Colafi 2014

Normas Relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos – CNV – 21/Agosto/2002

Artículo 5.- La solicitud de la autorización de la oferta pública de títulos de participación, a ser otorgada por la Comisión Nacional de Valores, deberá acompañar un prospecto, el cual podrá ser enviado mediante emisión física o electrónica, y contendrá por lo menos la siguiente información:

1. Identificación del ente emisor;
2. Declaración jurada del representante judicial del ente emisor en donde se determine la veracidad de la información suministrada;
3. Monto solicitado de la emisión de los Títulos de Participación, el cual no podrá ser superior al 80% de los derechos patrimoniales que se deriven del activo subyacente;
4. Características del activo subyacente;
5. Indicar el valor nominal del Título de Participación;
6. Determinar si se trata de un Título de Participación Nominativo o a la Orden;
7. Plazo de vencimiento de la emisión de los Títulos de Participación;
8. Rendimiento estimado de los Títulos de Participación;
9. Relación de los costos y gastos a cargo del ente emisor, incluyendo sus honorarios, si fuere el caso;
10. Las garantías o mecanismos de cobertura que amparen la emisión de los Títulos de Participación, dependiendo del caso. La Comisión Nacional de Valores podrá solicitar, según la naturaleza del activo subyacente, una valuación o calificación de riesgo.
11. Lugar y fecha de pago de los Títulos de Participación.

Normas Relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos – CNV – 21/Agosto/2002

TÍTULO V **De las Garantías y Control de Riesgos**

Artículo 10.- Dependiendo de la naturaleza del activo subyacente, la Comisión Nacional de Valores, podrá solicitar al ente emisor, que garantice el cumplimiento de sus obligaciones, mediante la adopción de algunos de los mecanismos de cobertura previstos a continuación:

- 1. Garantía General:** Cualquier garantía personal o real constituida por el ente emisor o por terceros, con el objeto de garantizar el cumplimiento total o parcial de los derechos reconocidos a favor de los inversores.
- 2. Garantía de Margen:** El monto del activo subyacente excederá al valor de los Títulos de Participación emitidos, en forma tal que cubra el índice de siniestralidad, según los parámetros fijados por la Comisión Nacional de Valores. Los siniestros o faltantes de activos que se pudieren presentar serán imputados a la porción excedente a la que se refiere este supuesto.
- 3. Exceso de flujo de fondos:** El flujo de fondos generado por el activo subyacente será superior a los derechos reconocidos en los Títulos de Participación emitidos, en un monto que en ningún caso será inferior al 20% del monto total de la emisión, a fin de que ese diferencial se destine a un depósito de garantía. De producirse desviaciones o distorsiones en el flujo de fondos, el *Vehículo de Propósito Especializado*, procederá a liquidar total o parcialmente el depósito de garantía, a fin de obtener los recursos necesarios para honrar los compromisos asumidos con los Inversores.

Normas Relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos – CNV – 21/Agosto/2002

- 4. Sustitución de activos:** Los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, deberán sustituirse a los fines de incorporar al activo subyacente, otros activos de iguales o mejores características. Los activos sustitutos serán provistos por el ente emisor, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.
- 5. Contratos de apertura de crédito:** Son líneas de crédito contratadas por el ente emisor con una Institución Financiera. Dichas líneas de crédito están asociadas a la emisión de los Títulos de Participación, para atender necesidades específicas de liquidez a solicitud del *Vehículo de Propósito Especializado*, quien tiene a su cargo la decisión de reconstituir el flujo de fondos con base en el crédito.
- 6. Póliza de Seguro:** otorgada por una Compañía de Seguro debidamente autorizada.
- 7. Fideicomiso de Garantía:** suscrito con Institución Financiera debidamente autorizada.


La Comisión Nacional de Valores mediante normas de carácter general podrá fijar o variar los parámetros para la determinación del índice de siniestralidad en los casos previstos en el presente artículo.

Precedentes en Venezuela - Período 2005 - 2008

Emisor	MMUS\$ (*)	MMBs.	Activo Subyacente
ACTIVOS CORPORATIVOS A.G. 2do semestre 2005	4,7	10.000	CxC facturas de clientes Factor AG, empresa de Factoring
VENEZUELA OIL SHIPPING (Fideicomiso BNC) Noviembre 2005	54,4	117.000	Derechos sobre contratos de flete petroleros
TITULARIZADORA OCCIDENTAL DE DESCUENTO Agosto 2006	97,7	208.000	Nota Zero Cupón en Bs. Emitida por Merrill Lynch. Vencimiento 11/5/07
VALORNET 2do semestre 2006	9,3	20.000	CxC facturas de clientes Copacking
DIARIO EL UNIVERSAL (Fideicomiso BNC) Noviembre 2006	9,3	20.000	Cesión de Derechos de Crédito sobre contratos de venta de publicidad y servicios a favor de El Universal; y/o facturas emitidas por El Universal
FAPCO 1er semestre 2007	7,0	15.000	Contratos con empresas de servicio en Guayana
INVERSORA PREVIPRIMA (Fideicomiso Banco Canarias) 26 de abril 07	23,3	50.000	Derechos sobre cartera de créditos financiamiento pólizas de Seguro

(*) Equivalente en US\$ a la tasa de cambio oficial a la fecha de emisión.

Precedentes en Venezuela - Período 2005 - 2008

Emisor	MMUS\$ (*)	MMBs.F	Activo Subyacente
TITULARIZADORA OCCIDENTAL DE DESCUENTO 1er trimestre 2008	5,1	11,0	CxC facturas de clientes PYME FACTORING, C.A. empresa de Factoring especializada en la pequeña y mediana empresa.
TITULARIZADORA OCCIDENTAL DE DESCUENTO 1er trimestre 2008	279,0	600,0	Nota Zero Cupón en Bs. Emitida por Merrill Lynch. Vencimiento 11/1/09
IGS Participaciones	4,4	9,4	CxC facturas de clientes
@CREDITO INVERSORA 2do Semestre 2008	5,6	12,0	CxC facturas de clientes de CONSORCIO ISVEN (Boutique del Sonido + Imgeve), por derechos de contratos de venta con reserva de dominio sobre linea blanca y linea marron.
ABA TITULARIZADORA DE VALORES Agosto 2008 	1,8	4,0	Derechos sobre cabezas de ganados tipo búfalo y vacuno de ABA SERVICIOS FINANCIEROS, C.A., sobre Contratos de Colaboración y Asesoramiento Empresarial a dos operadores ganaderos: Ganadería Palma Sola, C.A. y Jesus Rincón Viloría Cia.

(*) Equivalente en US\$ a la tasa de cambio oficial a la fecha de emisión.

Prohibición de los Fideicomisos de titularización...

Ley de Reforma Parcial de la Ley de Instituciones del Sector Bancario - G.O. 39.627 – 2/Marzo/2011

Artículo 77

Otras prohibiciones y limitaciones del fiduciario

Las instituciones autorizadas para actuar como fiduciaria no podrán realizar las siguientes operaciones con los fondos recibidos en fideicomiso o mediante otros encargos de confianza:

1. Otorgar créditos, salvo que se concedan a los beneficiarios o beneficiarias, o cuando se trate de aquellos fideicomisos con recursos provenientes del sector público, siempre que no contravengan las limitaciones establecidas en la presente Ley.
2. Otorgar garantías, dar en prenda o establecer cualquier otro tipo de gravamen sobre el fondo fiduciario, sin la expresa autorización del fideicomitente, beneficiario, mandatario o afin.
3. Emitir títulos, certificados o participaciones con cargo a un fondo fiduciario.
4. Asegurar, ni registrar la revalorización de los activos que integren los fondos, sino hasta el momento de su realización y de conformidad con la normativa dictada al efecto por la Superintendencia de las Instituciones del Sector Bancario.
5. Realizar con recursos provenientes de fondos fiduciarios contratos a futuro y sus derivados.
6. Adquirir o invertir en títulos u obligaciones, que no estén inscritos en el Registro Nacional de Valores.
7. ...

Casos Venezolanos en el Mercado Internacional

PEDRO OTT
Colafi 2014

Reflexiones finales

PEDRO OTT
Colafi 2014

Reflexiones finales

- Titularizaciones son transacciones de complejidades legales, operativas y financieras donde las economías de escala juegan un rol importante para compensar los costos de estructuración y de mecanismos de mitigación de riesgos.
- Fideicomisos en Venezuela tienen una trayectoria de 60 años, administrando patrimonios separados, con Leyes y Normativas Bancarias y de Fideicomiso que específicamente los regulan, sujetos a fiscalización y a rigurosas obligaciones y sanciones para garantizar la mejor gestión fiduciaria.
- Titularizadoras se iniciaron en Venezuela con la reforma a las Normas de Titularización de Activos que abrió la oportunidad a los Vehículos de Propósito Especializado. Son empresas privadas nuevas, no sujetas a la rigurosidad y fiscalización de otras Leyes y Normativas del mercado financiero. La trayectoria de gestión que se tiene es de pocos precedentes y de operaciones de corto plazo.

Reflexiones finales

- Ninguno de los precedentes de titularizaciones en Venezuela ha estado sometido a escenarios de tensión financiera que hayan comprometido el repago de los títulos de participación emitidos.
- La revisión de las causas de default en precedentes internacionales ha permitido detectar debilidades en la estructuración de titularizaciones, lo que ha acentuado aun más en dichos mercados los criterios de protección a los inversionistas, exigiendo mayor transparencia y fiscalización, sincerización de riesgos y por ende la necesidad de mayores mecanismos de mitigación de los mismos.
- Criterios internacionales de mitigación de riesgos puede que no sean aplicables o no estén contemplados en la normativa legal de cada país... Sin embargo, sirven de base para identificar los riesgos de toda titularización aun cuando la normativa local no obligue a mitigarlos.