

FIDEICOMISOS Y MERCADO DE VALORES: UNA RELACIÓN CERCANA



Ana Isabel Díaz

VP Legal

ana_diaz@assetstrust.com

Las emisiones de valores, en particular de títulos de deuda, ya sea en colocaciones privadas o en ofertas públicas negociadas en mercados organizados, suelen llevar consigo dentro de sus términos algún nivel de garantía. Esto no es en forma alguna una regla ni una obligación. Tanto en el mercado local como en los extranjeros hay ejemplos de emisores cuya reputación y calidad crediticia les permite ofrecer sus notas o bonos sin colaterales o garantías específicas que respalden a los inversionistas quienes adquieran tales títulos exclusivamente sobre la base de una expectativa de que el emisor honrará esas obligaciones con su crédito general.

Habiendo hecho esta aclaración, también es necesario decir que esos casos son la excepción y que la mayoría de emisiones de deuda (al menos en el mercado local), cuentan con algún bien propiedad del emisor o de un tercero (sea relacionado o no), que el emisor afecta o grava específicamente al repago de las obligaciones de una emisión de títulos específicamente nominada - no al repago de las obligaciones generales del emisor. En este sentido, tales bienes o derechos dejarían de formar parte de los bienes con que el emisor afrontaría sus obligaciones con todos sus demás acreedores.



Fideicomisos y mercado de valores: una relación cercana

La estructuración de esa garantía entonces pasa por el análisis que debe hacer el emisor sobre aquellos bienes que contractualmente pueda efectivamente afectar (descartando la existencia de previos acuerdos o “*covenants*” con previos acreedores que le prevengan hacerlo) y a las consecuencias financieras previstas o no, de hacerlo. Una vez definida la viabilidad de afectar determinado bien a determinada emisión de notas o bonos, entonces se activa el proceso de la estructuración legal para efectivamente constituir el gravamen sobre tales bienes, a favor de las personas que adquieran tales títulos y se conviertan en tenedores registrados.

Al menos en el ámbito de ofertas públicas de bonos o notas u otros títulos de deuda, la estructuración de la garantía a través de fiduciarios con licencia ha venido evolucionando gradualmente de ser un “*desired feature*” a convertirse casi en la norma. Si bien suena como un gran nicho de negocio para los fiduciarios y hay historias de éxito y experiencias positivas, también hay precedentes de malas experiencias, causadas por un número posible de razones o combinación de varias de ellas. La división principal en estas posibles causas de una fiducia de garantía inefectiva es: i) mala estructuración atribuible al fiduciario y/o pobre o inexistente vigilancia sobre el estado de tales garantías; ii) intención de ocultar o dolo del emisor en proporcionar información falsa o engañosa (en la fase de estructuración o posterior) a la que él solamente tenga acceso.

En el portal público de la bolsa de valores local, es fácil encontrar diversos ejemplos de emisores de deuda con fideicomisos de garantía que suelen recibir garantías relativamente sencillas de estructurar como bienes inmuebles y pasando por otras más complejas como derechos de crédito o flujos. La garantía inmobiliaria se sigue percibiendo como la más tangible y robusta. Aquí me atrevo a decir que la regla de oro es lograr establecer reglas aplicables a escenarios extremos y de incumplimiento en que la necesidad de acudir al emisor o requerir su intervención sea inexistente o mínima. Asumir o pretender algún nivel de colaboración o ejecución de un acto de un emisor en “*distress*” o en “*default*” cuando posiblemente se encuentre sujeto a toda clase de reclamaciones o presiones de sus accionistas u otros proveedores, es ingenuo.

Por otro lado, están los contratos de Fideicomiso que no son garantía de emisiones de bonos sino que se constituyen en sí mismos como el emisor de los títulos. En esta categoría se encuentran los fideicomisos de titulación o titularización creados como vehículos de propósito especial para recibir bajo ciertas condiciones predeterminadas derechos derivados de una cartera de crédito, ofrecer al público una rentabilidad asociada al comportamiento de esa cartera de crédito y pagarle al emisor un valor previamente



Fideicomisos y mercado de valores: una relación cercana

pactado por esos derechos. En ese sentido, el mismo fideicomiso emisor asume en cabeza propia ciertas obligaciones y derechos, incluyendo obligaciones tributarias por los ingresos gravables que pudiera generar. En la estructuración de este tipo de vehículos entran toda una serie de consideraciones que deben ser ponderadas, tales como si la cesión de la cartera de crédito es con recurso o sin recurso, qué parte quedará o mantendrá la obligación de administrar la cartera y las implicaciones contables para el generador de los créditos en su presentación financiera.

También se encuentran los fideicomisos emisores que fungen como un vehículo legal de una empresa específica en que ésta retiene en el subyacente las obligaciones de la emisión y todos los méritos de la oferta de los valores recaen en la calidad y capacidad de dicha empresa como deudor. Una razón común para constituir un vehículo de este tipo, es descargar las obligaciones administrativas y regulatorias que implican ser un emisor registrado en la SMV en un tercero profesional, cuando la empresa no cuenta con el personal y recursos administrativos necesarios para atender las cargas de reporte frente al regulador y la bolsa, o bien, contando con tales recursos, opta por tercerizarla.

Finalmente, mencionamos que en Panamá el régimen legal aplicable a fondos de inversión (o "sociedades de inversión" que es el término en la Ley de Valores) expresamente contemplan que una forma legal de constituir las es mediante fideicomisos.

En estos breves párrafos, creo que hemos hecho el caso de que las estructuras fiduciarias en el contexto de los proveedores de servicios del mercado de valores son no solo útiles, sino en algunos casos necesaria.

Assets Trust es una sociedad de servicios fiduciarios, autorizada y sujeta a supervisión por la Superintendencia de Bancos de Panamá desde 1987. Hemos participado como asesores en importantes y complejas transacciones locales e internacionales, por lo que confiamos en poder satisfacer sus necesidades a través de soluciones integrales, adecuadas a sus objetivos y necesidades específicas. clientservice@assetstrust.com