REPÚBLICA DE PANAMÁ

COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

Opinión No. 13 -2006

(De 17 de octubre de 2006)

Tema: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores fijar su posición administrativa respecto a títulos valores emitidos como estructuras financieras, como las titularizaciones, las "Credit Linked Notes" u otros, en relación a si los mismos deben ser considerados para efectos de un portafolio de inversiones como riesgo del emisor o como riesgo del subyacente, y si aplican los límites máximos de inversión por el emisor o por el subyacente.

Solicitante de la Opinión: Alemán, Cordero, Galindo & Lee, firma de abogados.

Situación planteada por el solicitante:

"¿Los títulos valores emitidos como estructuras financieras, como las titularizaciones, las *Credit Linked Notes* u otros, en las que el emisor del instrumento es un ente diferente al o a los entes cuyo riesgo subyace, deben ser considerados para efectos de un portafolio de inversiones como riesgo del emisor o como riesgo del subyacente? ¿Aplican los límites máximos de inversión por el emisor o por el subyacente?

Ejemplos de instrumentos como éstos son:

a)

Credit Linked Notes de la República de Panamá (mercado internacional con riesgo local). Estos títulos son emitidos por variadas instituciones de renombre internacional como UBS, Bear Stern, Goldman Sachs, Deutsche Bank, etc. En estos casos, el emisor se compromete a repagar el capital invertido en una cantidad determinada de años, salvo que durante dicho lapso de tiempo la República de Panamá entre en incumplimiento ("default"), caso en el que el repago se adelantaría y ocurriría no en dinero, sino mediante la entrega de algún bono u otro instrumento financiero emitido por la República de Panamá, con valor nominal igual al de la inversión inicial. Como se puede observar, el riesgo subyacente no sería el del emisor, sino que el de la República de Panamá.

b)

Bonos de ICA Panamá - Corredor (mercado internacional con riesgo local). En este caso el riesgo no es de la empresa ICA Panamá, sino del negocio del Corredor Sur en forma aislada y pura.

c)

Estructuras con un grupo (“pool”) de 100 a 200 emisores, todos con calificación e riesgo internacional, 90% con grado de inversión y 10% sin grado de inversión.”

Criterio del solicitante:

Se transcribe a continuación la posición del solicitante, quien realiza un análisis del tema enfocándolo en las inversiones que realizan las administradoras de fondos de pensión y cesantía:

“En beneficio de la transparencia y de reflejar el verdadero riesgo de las inversiones que realizan las administradoras de fondos de pensión y cesantía, somos de la opinión de que los límites de inversión deben aplicarse sobre el riesgo inherente de los títulos valores, y no por el emisor, cuando se trate de estructuras financieras como las mencionadas anteriormente. Sin duda no se debe dejar de lado el mantener una política clara conservadora en cuanto a las inversiones que se realizan en este tipo de instrumentos, observándose cuidadosamente el subyacente de los mismos, pero cada vez se hace más claro y común en el mercado de capitales la tendencia a aprovechar oportunidades de mercado mediante este tipo de emisiones. De ser seleccionadas cuidadosamente, esto redunda en mayores beneficios para los afiliados.

Para mayor claridad, nos permitimos tratar el tema mediante un ejemplo:

Si un portafolio de inversiones está constituido por las siguientes inversiones:

Inversión Emisor Monto (%)

1.

Estructura Financiera con las empresas A1, A2, UBS 60%

... A30 como riesgo subyacente (partes iguales)

2. Credit Linked Note República de Panamá UBS 5%

(vencimiento 2010)

3. Credit Linked Note República de Panamá UBS 5%

(vencimiento 2011)

4. Credit Linked Note República de Panamá UBS 5%

(vencimiento 2012)

5. Credit Linked Note República de Panamá Morgan 5%

(vencimiento 2012) Stanley

6.

Bonos Global, Notas y Letras de República Rep. Pmá. 20%

de Panamá

Total 100%

Si sumamos la exposición por emisor, tenemos lo siguiente:

UBS: 75% (No. 1 al 4)

Morgan Stanley: 5% (No. 5)

República de Panamá 20% (No. 6)

TOTAL: 100%

En un caso como éste, UBS estaría excediendo un límite de 10% máximo por emisor, aplicable en las respectivas regulaciones de pensiones y cesantías.

Sin embargo, si consideramos que las inversiones listadas numeradas del 1 al 5 son estructuras financieras en las que el riesgo de la inversión no es el riesgo del emisor, tenemos lo siguiente:

UBS: 0%

Morgan Stanley: 0%

Empresas A1 - A30 60% (2% cada empresa)

República de Panamá 40% (No. 2 al 6)

TOTAL: 100%

De reconocer el riesgo inherente de cada una de las inversiones, la inversión real en cada emisor estaría dentro de los límites legales de 10%, exceptuando la República de Panamá, con un 40%. De este modo, se sinceriza la inversión en emisores varios y también se realzan aquellas inversiones que pudieran estar realmente fuera de los límites, pero que por alguna estructura financiera no sale a la luz (caso como el de la República de Panamá en nuestro ejemplo).

Lo que es más importante aún, el reconocer el riesgo inherente permite realizar buenas inversiones que redundan en mejores rendimientos para los clientes, sin incrementos o incluso reduciendo los riesgos de la cartera como un todo. Para ejemplificar lo anterior, las *Credit Linked Notes*, siendo riesgo de la República de Panamá, entregan para un mismo plazo cupones superiores a los de los bonos emitidos por la República de Panamá. Las titularizaciones de la Hipotecaria, por ejemplo, permiten acceder a una cartera de hipotecas muy diversificada y con buenos rendimientos a largo plazo. Y las estructuras como la No. 1, permiten acceder a un sinnúmero de emisores que de otra forma sería imposible por los tamaños de cartera que se administran, reduciendo el riesgo global del portafolio gracias a la diversificación; adicionalmente, para una misma calificación de riesgo de la nota estructurada (BBB por ejemplo) y un mismo plazo, los cupones de estructuras como éstas son superiores a las de los bonos corporativos o financieros.

En resumen, un portafolio como el listado permite una excelente diversificación con la consecuente reducción de riesgo global, y acceder a mejores rendimientos, es decir, se alcanza un punto más eficiente dentro de la frontera riesgo-retorno.

Pero para que esto sea posible, se hace necesario que los instrumentos de inversión con estructuras en las que el riesgo difiere del riesgo del emisor, no sean considerados dentro de los límites del emisor. Al mismo tiempo, se tendería a un sistema más transparente en el que se reflejan los reales riesgos de un portafolio de inversión, tanto para los reguladores como para los clientes.”

Posición de la administrativa de la Comisión Nacional de Valores:

Con el propósito de proporcionar una cabal contestación a la consulta formulada, es preciso hacer hincapié en que la misma abarca lo que genéricamente se denomina, como ha señalado el solicitante, estructuras financieras, también conocidas como financiaciones estructuradas, o productos financieros estructurados y dentro de las cuales se encuentran instrumentos específicos tales como las *Credit Linked Notes* y las titularizaciones, que a pesar de compartir elementos en común, también poseen características que los diferencian, y que son claves a efectos de sentar la posición administrativa solicitada a esta Comisión.

En cuanto a la figura de las titularizaciones, la mismas ya fueron analizadas mediante Opinión No. 5-2003, de veintitrés (23) de mayo de 2003, cuando a solicitud de la BOLSA NACIONAL DE PRODUCTOS, S.A., esta autoridad sentó su posición administrativa al respecto de la aplicabilidad de las disposiciones del Decreto Ley 1 de 1999 sobre el ofrecimiento y negociación pública de títulos generados por una Titularización Ganadera. La referida Opinión estableció unas breves anotaciones en cuanto al concepto de titularización de activos, características, modalidades y el procedimiento *per se*:

“(...) El vocablo **Titularización** (también conocido como securitización, o titulización) se deriva del término propio del derecho anglosajón de “*SECURITY”*, cuyo significado en inglés es título-valor, o como se denomina en nuestra legislación bursátil “valor”.

El concepto de titularización se podría definir como un mecanismo financiero que permite movilizar carteras de créditos relativamente ilíquidos, por medio de un vehículo legal, a través de la creación, emisión y colocación en el Mercado de Capitales de títulos valores, respaldados por el propio conjunto de activos que le dieron origen; básicamente es la afectación o conversión de un crédito a un título.

En adición, se define como *"(...) un proceso de financiación por el que una persona, originador, transmite un conjunto de derechos de crédito a un vehículo financiero que paga su precio con lo obtenido de la emisión de valores o la contratación de préstamos, respaldados exclusivamente por el patrimonio constituido con aquellos."* (El subrayado es propio)

Partiendo de la definición que antecede, resulta claro que en el procedimiento de titularización de activos participan, como mínimo, tres (3) partes, a saber:

% El **originador**, entendiéndose como tal la persona que cede los activos;

% El **vehículo de propósito especial** (en adelante "**el Fondo**") —un fideicomiso en la mayoría de los escenarios —, al cual se ceden los activos, y que se caracteriza por ser independiente del originador de los activos, y quien emite los certificados de titularización representativos del valor total o parcial, en alguno de los casos, del fondo.

% El **inversionista,** persona natural o jurídica que adquiere los certificados de titularización emitidos por el Fondo, y ofertados bien sea de manera pública o privada.

El procedimiento de titularización como mecanismo, simultáneamente, puede adoptar distintas modalidades. Veamos:

% CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN (*PASS-THROUGH)*: Consiste en la venta, cesión o endoso de activos del originador o acreedor original a un ente jurídico llamado vehículo (fideicomiso, fondo común de inversión cerrado o sociedad objeto exclusivo), quien emite los valores a ser colocados entre los inversores. En esta categoría, el originador desplaza los activos de sus balances a la vez que la emisión de títulos no forma parte de su pasivo.

% TÍTULOS DE DEUDA GARANTIZADOS POR ACTIVOS (*ASSET-BACKED BONDS):* En este caso, no se produce un aislamiento de los activos a titularizar, sino que permanecen en el patrimonio del originador. El flujo de fondos que los mismos generen no estará afectado exclusivamente al pago de capital o interés de los títulos de deuda emitidos, por lo que generalmente esta categoría de valores es mejorada con activos adicionales, *verbigracia* fianzas de cumplimiento, garantes, aportes adicionales de capital, entre otros.

% TÍTULOS REPRESENTATIVOS DE DEUDA *(PAY-THROUGH):* Es una combinación de elementos de los dos tipos básicos previamente explicados, ya que si bien los activos a titularizar no se separan del patrimonio del originador, sus ingresos garantizan exclusivamente el pago del capital e intereses de los valores emitidos, tal como ocurre con el Certificado de Titularización. (...)"

Teniendo en cuenta los principios y conceptos relativos a las titularizaciones sentados a través de la Opinión No. 5-2003, procedemos a responder la presente consulta, mediante el desarrollo de los dos cuestionamientos en concreto:

1. ¿Deben ser considerados para efectos de un portafolio de inversiones como riesgo del emisor o como riesgo del subyacente?

Para dar respuesta a la primera pregunta, y tal como viene expuesta la interrogante, es importante hacer la distinción entre titularizaciones y *Credit Linked Notes*:

Las titularizaciones planteadas en la solicitud (Bonos de ICA Panamá, S.A. - Corredor Sur y La Hipoteria), corresponden a modalidades de titularización en el más estricto sentido de la palabra, siendo el emisor un ente diferente a o a los entes cuyo riesgo subyace, debiendo ser considerados para efectos de un portafolio de inversiones como riesgo del emisor, toda vez que los préstamos y derechos cedidos salen del balance de la entidad que los concedió **(originador)** a la vez que la emisión de títulos no forma parte de su pasivo, ya que entran en el de la entidad titularizadora **(vehículo de propósito especial o el Fondo),** en cuyo pasivo figurarán los valores que emita.

Son éstas las titularizaciones basadas en la separación total y absoluta, o en otras palabras, en la venta verdadera de la cartera titularizada de la entidad originadora, de cuyo balance salen los activos de forma definitiva. Al transferirse la cartera titularizada en propiedad a un patrimonio autónomo (el fondo), también se transfieren al emisor los riesgos de la misma. En caso de insolvencia del originador, los activos ya segregados no se verán afectados por las demandas de sus acreedores, dado que el originador no continua vinculado al riesgo de los préstamos o de los derechos cedidos de percepción de peajes.

Es necesario destacar que las titularizaciones de La Hipotecaria mencionadas en la consulta, funcionan en base al siguiente procedimiento:

Inicialmente los préstamos hipotecarios pertenecen a La Hipotecaria (Holding), Inc., **(originador).** Estos títulos a su vez son vendidos al fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios, que paga dichos títulos con los bonos emitidos. De esta forma, La Hipotecaria, S.A. se constituye como fiduciario y no a título personal del Fideicomiso. La Hipotecaria (Holding) Inc. como fideicomitente saca sus activos de sus estados financieros, ya que fueron vendidos al fideicomiso, que para los efectos es el **emisor.**

Por su parte, la titularización de Bonos de ICA Panamá - Corredor Sur, también posee las características adecuadas de los activos a titularizar, tales como la clara configuración de los créditos, patrones de pago bien definidos, flujos de caja estadísticamente predecibles, bajas probabilidades de incumplimiento, diversidad de deudores, alta liquidez, entre otros.

En dicha titularización el emisor es BG Trust, Inc, actuando no en su carácter individual, sino únicamente como Agente Fiduciario Local del Fideicomiso Corredor Sur, constituido en Panamá y cuyos activos en gran medida consisten en el derecho a recibir los peajes.

En adición a lo anterior, a efectos de un portafolio de inversiones, para determinar si deben ser considerados como riesgo del emisor o como riesgo del subyacente habrá de informarse oportunamente del contenido del prospecto informativo de la emisión, en el que se deben revelar adecuadamente los riesgos presentes en la emisión para corroborar que una titularización en particular deba ser considerada como riesgo del emisor o como riesgo del subyacente. Dado que las titularizaciones de activos se producen mediante una emisión de valores, el requisito básico para su constitución será el registro de la misma en la Comisión Nacional de Valores, que requiere la aprobación del prospecto informativo y documentación complementaria, en cumplimiento del Acuerdo No. 6-2000 de 19 de mayo de 2000.

En el caso de la titularización de Bonos de ICA Panamá - Corredor Sur, el prospecto informativo del Fideicomiso Corredor Sur contempla (p.63) que *"(...)Si los cobros de peaje y otros ingresos del Emisor son insuficientes para pagar el principal y los intereses relacionados con los bonos, o si el Emisor de otra manera incumple el Convenio de Emisión, los recursos de los tenedores de conformidad con el Convenio de Emisión pueden no proporcionar fondos suficientes para satisfacer completamente las obligaciones del Emisor de acuerdo con el Convenio de Emisión con respecto a los bonos. Fuera del convenio del Concesionario de pagar sumas adicionales (si las hubiere) con respecto a los bonos y las obligaciones del Concesionario con respecto a una redención opcional de los bonos o una redención de los bonos por razones fiscales, ni el Concesionario ni Empresas ICA ni ninguna de sus respectivas afiliadas tiene ninguna responsabilidad de pagar montos debidos con respecto a los bonos o por el cumplimiento de cualquiera de las obligaciones del Convenio de Emisión, y el pago de los bonos no está garantizado por ninguna persona"*.

Por su parte, la titularización de Bonos de Préstamos Hipotecarios de La Hipotecaria, establece en su prospecto informativo (p. 8 del Quinto Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios) que *"Las obligaciones a favor de los tenedores de los Bonos por razón de los Bonos de Préstamos Hipotecarios serán obligaciones del Quinto Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios y no obligaciones a título personal de La Hipotecaria (Holding), Inc. La Hipotecaria, S.A., Banco Continental, S.A., o sus respectivas afiliadas, subsidiarias, accionistas, directores, dignatarios o ejecutivos, quienes no responderán con sus respectivos patrimonios por el pago del capital ni los intereses de los Bonos de Préstamos Hipotecarios, los cuales estarán respaldados únicamente por los activos del Quinto Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios y por el Fideicomiso de Garantía.*

En consecuencia y como ha podido apreciarse, los elementos conceptuales y contractuales de las dos titularizaciones señaladas como ejemplos de la consulta convergen hacia la idea de que los valores emitidos como titularizaciones deben ser considerados para efectos de un portafolio de inversiones como riesgo del emisor.

Pasando al análisis de las *Credit Linked Notes*, conocidos también como *Notas con Vínculo Crediticio,* los mismos son contratos que se encuadran en el orden genérico de los derivados de crédito (compra-venta de la totalidad o una parte del riesgo de un crédito) que tienen por finalidad distribuir el riesgo de movimientos inesperados en variables financieras (precios, tasas, índices, monedas, etc.) entre los que quieren disminuirlo para asegurar la estabilidad de sus flujos operativos, y aquellos que quieren tomarlo con la finalidad de obtener elevados rendimientos financieros. (*Vid. Instrumentos Financieros Derivados. Programa Internacional, KPMG)*

Con relación a estos instrumentos financieros, el solicitante de la Opinión utiliza como referencia las *Credit Linked Notes* de República de Panamá, emitidos por instituciones que se comprometen a repagar el capital invertido en una cantidad determinada de años, salvo que durante dicho lapso de tiempo la República de Panamá entre en incumplimiento ("default"), caso en el que el repago se adelantaría y ocurriría no en dinero, sino mediante la entrega de algún bono u otro instrumento financiero emitido por la República de Panamá, con valor nominal igual al de la inversión inicial.

Cabe hacer la observación de que las *Credit Linked Notes* pueden ser vinculados no sólo a deuda soberana, como los aludidos en la solicitud, sino también a cualquier activo subyacente sujeto a volatilidad del mercado (petróleo, oro, etc.), pudiendo (o no) existir garantías que cubran un porcentaje del riesgo de inversión en determinada materia prima.

A pesar de que las *Credit Linked Notes* comparten con las titularizaciones la característica de que el emisor es un ente diferente al ente cuyo riesgo subyace, en atención tanto al ejemplo planteado por el solicitante como a otros ejemplos generales de *Credit Linked Notes*, a efectos de un portafolio de inversiones deberán ser consideradas en igual forma como riesgo del emisor.

Esto último se explica dado que, si bien existe un riesgo adicional derivado del subyacente, el comprador de un Título como el que ahora se estudia no se encuentra exento del riesgo del emisor el cual, con total independencia de que ocurra o no el evento de quiebra o suspensión de pagos del subyacente, podría también incurrir en situaciones de iliquidez o insolvencia general que imposibiliten el pago de la deuda (produciéndose o no el evento relativo al subyacente).

Esto significa indudablemente que el comprador del título en cuestión está expuesto al riesgo de crédito del emisor y expuesto adicionalmente al riesgo de crédito del Estado o empresa al cual está referenciado el pago de la deuda.

2. ¿Aplican los límites máximos de inversión por el emisor o por el subyacente?

Tal como establece el artículo 30 del Acuerdo 11-2005 de 5 de agosto de 2005, cual fuera modificado por el Acuerdo 6-2006 de 8 de agosto de 2006, por el cual se desarrollan las disposiciones de la Ley 10 de 16 de abril de 1993, sobre fondos para jubilados, pensionados y otros beneficios y las actividades de Administradores de inversión de estos fondos, los límites máximos de inversión aplican por el emisor. El referido artículo 30 del Acuerdo 11-2005 es del siguiente tenor:

“Artículo 30: Límites de Concentración por Emisor

1. Criterios Generales

La suma de recursos invertidos en títulos de deuda y acciones de una misma sociedad deberá ser, como máximo, la que resulte menor de las siguientes cantidades:

a)

10% del Patrimonio del Fondo

b)

20% de los activos totales de la empresa o institución financiera a invertir, según sus últimos estados financieros auditados

En el caso de depósitos, el límite por entidad financiera será del 20% del valor total de cada fondo, y no se aplicará limitación alguna sobre los activos de la entidad financiera. **En ningún caso el máximo global por empresa o institución financiera podrá sobrepasar el 20% en todas las inversiones ya sea de deuda, patrimonio y/o depósitos.**

Estos límites rigen para todos los tipos de Fondos. (...)” (el énfasis es nuestro)

La norma previamente citada es clara en cuanto a los límites establecidos para el porcentaje de inversiones por empresa o institución financiera, sin distinción del tipo de Fondo al que aplique, ni de los activos financieros en los que se invierta, ya sea deuda, patrimonio y/o depósitos.

Es preciso advertir que la razón y propósito de la norma no es otra que la adecuación de las carteras en base a principios universales de diversificación, elemento que se estaría incumpliendo de utilizarse el criterio de la aplicación sobre el riesgo inherente del subyacente a los límites de inversión, tal cual señala el ejemplo del solicitante.

Así las cosas, de utilizarse el criterio de que los límites de inversión deben aplicarse sobre el riesgo inherente de los activos subyacentes —como ha sido planteado por el solicitante— sería contradictorio a la finalidad perseguida por la norma citada, y violatorio de la obligación expresa contenida en ella, a la cual deben ajustarse las Administradoras de Inversiones de Fondos de Jubilación y Pensiones.

Para concluir con la posición administrativa de la Comisión Nacional de Valores sobre los temas planteados, consideramos lo siguiente:

1. Para efectos de un portafolio de inversiones, tal como ha sido expuesto en los casos de los Bonos de ICA Panamá - Corredor Sur y La Hipotecaria, los valores emitidos como titularizaciones deben ser considerados como riesgo del emisor, no obstante debemos reconocer que en cualquier caso existen otros riesgos conexos relativos al administrador de los activos cedidos y las garantías que se otorguen entre otros.

2. Para efectos de un portafolio de inversiones, tal como ha sido expuesto en el caso de las *Credit Linked Notes* de República de Panamá, deben ser considerados igualmente como riesgo del emisor, dado que dicho riesgo no desaparece con las Credit Linked *Notes* sino que contempla una situación adicional que condiciona contractualmente el pago completo del capital principal.

3. Para efectos de un portafolio de inversiones, los límites máximos de inversión aplican por emisor, con fundamento en el artículo 30 del Acuerdo 11-2005.

Tal y como ya se ha indicado, las *credit linked notes* son y deben considerarse un riesgo del emisor que adiciona un elemento condicionante, que representa otro riesgo, es decir, la quiebra, suspensión de pagos o cualquier otro menoscabo de la situación patrimonial del subyacente por lo que esta Comisión no comparte el criterio planteado por el solicitante y sienta su posición administrativa en el sentido de indicar que son de aplicación los límites de concentración por emisor indicados en el Acuerdo 11-2005 antes indicado.

Fundamento legal: Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999; Ley 10 de 16 de abril de 1993; Acuerdo No. 11-2005 de 5 de agosto y sus modificaciones; Opinión No. 5-2003 de (23) de mayo de 2003.

Dada en la ciudad de Panamá, a los ( ) días del mes de octubre de 2006.

NOTIFÍQUESE Y PUBLÍQUESE

Rolando J. de León de Alba

Comisionado Presidente

Carlos A. Barsallo P. Yanela Yanisselly

Comisionado Vicepresidente Comisionada, a.i.

CASTILLA, Manuel, TITULIZACIÓN DE ACTIVOS, Civitas Ediciones (2002), pág. No. 27.