



XXV Congreso Latinoamericano de Fideicomiso



# La fiducia como mecanismo para la vinculación y participación de inversionistas en proyectos generadores de rentas

Juan Carlos Varón Palomino – Lima, Perú, Octubre de 2016

# Contexto

- En el mundo de los negocios surgen proyectos productivos que pueden generar rentas y requieren de financiación para su desarrollo.
- Los promotores o gestores de nuevos proyectos buscan atraer inversionistas que aporten recursos para desarrollar el proyecto, a cambio de participar luego en las rentas que se generen durante su operación, y escogen entre los distintos vehículos legales disponibles para el efecto, el que mejor se acomode a sus necesidades e intereses.

# Contexto

- La fiducia, en tanto negocio jurídico traslativo que da lugar a la creación de un patrimonio autónomo, separado de los patrimonios de los sujetos intervinientes (fideicomitente, fiduciario y beneficiario), afecto a una finalidad determinada y administrado por un gestor institucional, permite la vinculación de inversionistas a nuevos proyectos, en condiciones de transparencia y seguridad jurídica.
- La vinculación de los inversionistas se puede realizar, entre otras posibilidades, mediante la adquisición de **derechos fiduciarios** que les permiten participar proporcionalmente en las rentas del proyecto, en los términos establecidos en el contrato fiduciario celebrado.

# Contexto

- Para determinar las posibilidades y limitaciones del mecanismo, en los países de la región latinoamericana que comparten una tradición jurídica de derecho civil (*civil law*), es necesario tener en cuenta el marco jurídico existente en cada país en cuanto a:
  - La naturaleza jurídica y el régimen de los derechos fiduciarios.
  - La incidencia de la normatividad del mercado de valores.
  - La protección a los inversionistas que adquieren derechos fiduciarios.

# 1. LOS DERECHOS FIDUCIARIOS: NATURALEZA JURÍDICA Y ASPECTOS RELEVANTES DE SU RÉGIMEN

# 1.1. Noción y naturaleza jurídica

- La legislación colombiana sobre fiducia no define el término “derechos fiduciarios”. Otro tanto ocurre en otras legislaciones latinoamericanas.
- Bajo el enfoque de los códigos civiles napoleónicos, vigentes en la región, los derechos fiduciarios son derechos personales o crediticios, que otorgan a su titular (fideicomitente o beneficiario) la facultad de exigir al deudor (fiduciario) el cumplimiento de la prestación pactada.
- Jurídicamente, en sentido amplio, puede decirse que los derechos fiduciarios son aquellos derechos originados en un contrato fiduciario reconocido por el ordenamiento colombiano, de los cuales es titular el fideicomitente o el beneficiario.

## 1.2. Noción económica

- En la práctica de la industria fiduciaria colombiana se emplea comúnmente una acepción más restringida del término “derecho fiduciario”, también llamado “derecho de beneficio”, según la cual corresponde al ***derecho personal de contenido económico del que es titular el beneficiario, vinculado a los bienes objeto del negocio fiduciario, que lo faculta para exigir al fiduciario la entrega del beneficio generado en la ejecución del contrato y el cumplimiento de su finalidad.***
- En este sentido, el derecho fiduciario representa el beneficio económico concreto estipulado a favor del beneficiario.

## 1.2. Noción económica

- El derecho fiduciario puede verse como un activo o instrumento financiero en sí mismo, que tiene un valor económico determinado o determinable y sobre el cual se pueden realizar negocios jurídicos, como la donación, la compraventa, o la constitución de garantías, entre otros.
- Los derechos fiduciarios guardan estrecha relación con la finalidad perseguida con la celebración del negocio fiduciario (p. ej., de inversión, de administración o de garantía).
- Los derechos fiduciarios son comercializados, por el promotor o gestor del proyecto y/o por el fiduciario administrador del patrimonio autónomo.



## 1.2. Noción económica

- En ese orden cabe distinguir entre:
  - Negocios fiduciarios en los que se ofrece al beneficiario la posibilidad de recibir un bien determinado al cumplimiento de un plazo o condición, siendo este el alcance del derecho fiduciario respectivo, y
  - Negocios fiduciarios en los que se ofrece al beneficiario la posibilidad de vincularse a un proyecto determinado y mantenerse como parte de este con la expectativa de recibir beneficios económicos en el futuro. Estos negocios fiduciarios dan lugar a la creación de **derechos fiduciarios configurados como activos o instrumentos financieros que generan expectativas de beneficios económicos**, p. ej., valorización o flujos de caja futuros.

## 1.3. Transmisión de los derechos fiduciarios

- El concepto jurídico de transmisión aplica de forma general a los derechos fiduciarios en tanto derechos de contenido económico, susceptibles de transferirse, enajenarse o cederse, y la forma de transmisión se determina en cada país por la ley o por las partes si la ley no establece una forma determinada.
- El derecho de contenido económico puede no ser transmisible, cuando existe pacto o disposición legal expresa en tal sentido.

## 1.3. Transmisión de los derechos fiduciarios

- Los derechos fiduciarios son por naturaleza transmisibles, y si la ley o el contrato no establecen una forma específica de transmisión o no la prohíben, se debe atender al régimen general consagrado para la cesión de los contratos o para la cesión de créditos, según se trate (i) de la transmisibilidad de una posición contractual (p. ej, de fideicomitente o de beneficiario), constituida por derechos y obligaciones, o (ii) de la transmisibilidad solamente de los derechos fiduciarios, respectivamente. En Colombia, en el primer caso hay una cesión de contrato regulada por la ley mercantil, y en el segundo caso hay una cesión de créditos regulada por la ley civil.
- Los derechos fiduciarios pueden tener o no tener **vocación de transmisibilidad**, dependiendo de si el titular puede cederlos libremente a terceros sin necesidad de aceptación del contratante cedido (fiduciario).

## 1.3. Transmisión de los derechos fiduciarios

- De acuerdo con el régimen aplicable, se debe establecer el procedimiento a seguir para la transmisión de los derechos fiduciarios, y si se requiere o no de notificación al fiduciario y de la aceptación de este para que la transmisión produzca efectos.
- En Colombia, se suele pactar en los contratos fiduciarios la exigencia de la aceptación del fiduciario, dado lo cual la cesión de derechos fiduciarios debe serle notificada al fiduciario y produce efectos respecto de este último desde su aceptación.

## 1.3. Transmisión de los derechos fiduciarios

- La autoridad de supervisión ha calificado como práctica ilegal e insegura la estructuración y celebración de contratos de fiducia en cuyo objeto esté previsto que para la obtención de recursos se permita la vinculación de terceros, llámense inversionistas, cesionarios de beneficios, acreedores, o cualquier otra denominación similar, o que impliquen la recepción de recursos en calidad de aportes con cargo al pago del precio de los derechos de beneficio cedidos, en los cuales el fiduciario no se haya reservado la potestad de oponerse al ingreso de dichos terceros o no asuma responsabilidad alguna en la verificación de la legalidad de tales operaciones y en la procedencia y origen lícito de tales recursos.
- El fiduciario puede oponerse al ingreso de terceros, cesionarios del fideicomitente o del beneficiario, cuando en cumplimiento del deber de conocimiento del cliente existan dudas razonables sobre la legalidad de las operaciones y la procedencia y origen lícito de los recursos.

## 2. INCIDENCIA DE LA NORMATIVIDAD DEL MERCADO DE VALORES

## 2.1. El ámbito propio del mercado de valores

- En el mercado de valores se relacionan los emisores que emiten, ofrecen y colocan valores como mecanismo de financiación, y los inversionistas que adquieren esos valores como inversión.
- La emisión, colocación e intermediación de valores son actividades de interés público, reguladas por normatividad especial que mira a la protección de los inversionistas y a la transparencia, integridad y eficiencia del mercado. Derecho del mercado de valores como disciplina jurídica autónoma – *summa divisionis*.

## 2.2. Los derechos fiduciarios y los valores

- ¿Los derechos fiduciarios configurados como activos o instrumentos financieros que generan expectativas de beneficios económicos, con vocación de transmisibilidad, son valores?
- La respuesta a este interrogante es relevante para determinar la posibilidad de utilización de los derechos fiduciarios como mecanismo de vinculación de inversionistas a proyectos productivos, y las reglas aplicables a este mecanismo.
- Para responder esta pregunta, en cada país, es necesario involucrar la normatividad del mercado de valores, y estudiar su interrelación con el régimen de los derechos fiduciarios.



## 2.3. Los derechos fiduciarios y los valores - Colombia

- La ley colombiana establece que: *“(...) será valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, (...)”*.
- Los elementos constitutivos del concepto de valor son:
  - Derecho de contenido económico y de naturaleza negociable (libre transmisibilidad en el mercado);
  - Que haga parte de una emisión;
  - Que tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público

## 2.3. Los derechos fiduciarios y los valores - Colombia

- Lista legal de valores (enunciativa):
  - Acciones;
  - Bonos;
  - Papeles comerciales;
  - Certificados de depósito de mercaderías;
  - Títulos o derechos resultantes de procesos de titularización;
  - Títulos representativos de capital de riesgo;
  - Certificados de depósito a término;
  - Aceptaciones bancarias;
  - Cédulas hipotecarias;
  - Títulos de deuda pública
- El Gobierno tiene la facultad legal de establecer la regulación aplicable a los valores, incluyendo, el reconocimiento de la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o cualquier instrumento financiero, siempre y cuando reúnan los elementos generales atrás citados.

## 2.3. Los derechos fiduciarios y los valores - Colombia

- La autoridad de supervisión ha señalado que para que un instrumento financiero tenga la calidad de valor, cuando no está expresamente reconocido como tal por la ley, además de ser un derecho negociable, hacer parte de una emisión y comportar la captación de recursos del público, debe tener un reconocimiento por parte del Gobierno Nacional mediante la expedición de la regulación correspondiente en un decreto. Esta posición se encuentra vigente a la fecha.
- A dicha posición se contraponen otra tesis, según la cual basta la presencia de los tres elementos atrás señalados, para que un activo o instrumento financiero sea valor, sin que se requiera un reconocimiento gubernamental.
- En cualquier caso, solo puede llamarse valor a un instrumento financiero que cumpla con los requisitos legales para serlo.

## 2.3. Los derechos fiduciarios y los valores - Colombia

- La ley colombiana contempla varios casos en los cuales puede efectuarse la emisión de valores a partir del contrato de fiducia:
  - Bonos emitidos por patrimonios autónomos fiduciarios con esa finalidad.
  - Títulos o derechos resultantes de procesos de titularización desarrollados por la vía de un contrato de fiducia mercantil.
  - Certificados fiduciarios emitidos por patrimonios autónomos conformados con productos agropecuarios, agroindustriales u otros *commodities*.

## 2.3. Los derechos fiduciarios y los valores - Colombia

- A la luz de la posición vigente de la autoridad de supervisión atrás reseñada, por regla general los derechos fiduciarios no son valores, salvo en los casos de excepción antes mencionados.
- En consecuencia, los derechos fiduciarios configurados como activos o instrumentos financieros que generan expectativas de beneficios económicos, con vocación de transmisibilidad y que no correspondan a los casos regulados ya referidos, pueden ser comercializados sin necesidad de cumplir con las reglas aplicables a la emisión y colocación de valores; ello sin perjuicio de las normas sobre captación masiva y habitual de dineros del público.
- El Gobierno Nacional en cualquier tiempo puede mediante decreto establecer otros casos en los cuales los títulos o derechos creados con cargo a patrimonios autónomos sean considerados valores.

# 3. LA PROTECCION A LOS ADQUIRENTES DE DERECHOS FIDUCIARIOS QUE NO SON VALORES

## 3.1. La asimetría regulatoria

- En los casos en que se emiten valores a partir del contrato de fiducia, los tenedores están cobijados por las reglas de protección propias del mercado de valores.
- Ello no ocurre cuando a partir del contrato de fiducia se crean derechos fiduciarios configurados como activos o instrumentos financieros que generan expectativas de beneficios económicos, con vocación de transmisibilidad, y que no son valores.
- El regulador debe proveer mecanismos de protección que mitiguen la asimetría regulatoria entre productos financieros sustitutos.

## 3.2. Elementos de protección a los adquirentes de derechos fiduciarios que no son valores – responsabilidad del fiduciario

- La configuración de los derechos fiduciarios forma parte de la labor de estructuración del negocio fiduciario.
- El fiduciario debe obrar con prudencia y diligencia para que los derechos fiduciarios asociados a los negocios que estructura queden debidamente configurados, en cuanto a su contenido y alcance, así como para advertir a los clientes sus características y riesgos inherentes, y los derechos y obligaciones que les competen en relación con los mismos.
- El fiduciario está expuesto a riesgos legales por la inadecuada estructuración del negocio fiduciario y/o de los derechos fiduciarios.



### 3.3. Elementos de protección a los adquirentes de derechos fiduciarios que no son valores – consumidor financiero

- En Colombia, Los potenciales clientes y clientes de las sociedades fiduciarias son consumidores financieros y, como tales, gozan de la protección establecida por el régimen de protección al consumidor financiero.
- Derecho a la información: las entidades vigiladas deben informar de manera oportuna y suficiente las características de los productos o servicios, los derechos y obligaciones, las condiciones, las medidas para el manejo seguro del producto o servicio, y demás información que estimen conveniente para que el consumidor financiero comprenda el contenido y el funcionamiento de la relación establecida para suministrar el producto o servicio de que se trate.

### 3.3. Elementos de protección a los adquirentes de derechos fiduciarios que no son valores – consumidor financiero

- En general, las sociedades fiduciarias deben:

*“(...) informar los **riesgos, limitaciones técnicas y aspectos negativos inherentes a los bienes y servicios que hacen parte del objeto del contrato y de las prestaciones que se les encomienden**, de manera tal que el cliente debe ser advertido de las implicaciones del contrato, deber que les asiste desde la etapa precontractual, durante la ejecución e incluso hasta la liquidación del contrato. El alcance de esta obligación deberá consultar el carácter y conocimiento de las partes intervinientes. Este deber implica la obligación de poner en conocimiento del cliente las dificultades o imprevistos que ocurran en la ejecución del contrato”.*

## 3.4. Elementos de protección a los adquirentes de derechos fiduciarios que no son valores – reglas de comercialización de participaciones fiduciarias

- En julio de 2016, la autoridad de supervisión estableció algunas reglas especiales para los negocios fiduciarios a través de los cuales se comercializan participaciones fiduciarias. Las participaciones fiduciarias representan los derechos fiduciarios.
- Campo de aplicación:
  - Contratos de adhesión o de prestación masiva, en los cuales se prevé la comercialización de participaciones fiduciarias, las cuales otorgan a los inversionistas el derecho a participar de los resultados económicos derivados del cumplimiento de una finalidad específica, sin que implique la propiedad del bien objeto el proyecto y, sin perjuicio, del ofrecimiento de beneficios adicionales.
  - Negocios compuestos por las fases de (i) estructuración, (ii) desarrollo del proyecto y (iii) operación de la actividad vinculada a la finalidad del negocio fiduciario.

## 3.4. Reglas de comercialización de participaciones fiduciarias

- El fiduciario debe solicitar autorización a la autoridad de supervisión para utilizar el modelo de contrato.
- Si pasados 60 días hábiles después de la radicación de la solicitud de autorización la Superintendencia no ha emitido un pronunciamiento al respecto, se entiende que el modelo de contrato ha sido autorizado.

## 3.4. Reglas de comercialización de participaciones fiduciarias

- El fiduciario debe solicitar al gestor o promotor la información necesaria para evaluar, valorar y verificar aspectos como:
  - Los riesgos del negocio y las posibilidades de ganancia o pérdida, conforme a los escenarios proyectados para la operación;
  - Las condiciones que deben cumplirse para iniciar o continuar con cada fase del negocio;
  - El número de participaciones fiduciarias que se deben comercializar para obtener la viabilidad financiera del proyecto, la cual debe abarcar desde la fase pre-operativa hasta el inicio de la operación y debe tener en cuenta todas las fuentes de recursos;

## 3.4. Reglas de comercialización de participaciones fiduciarias

- La existencia de los estudios de títulos en los que conste que los bienes que se transfieran o vayan a transferir no presentan problemas que afecten su tradición y demás requisitos legales para su plena disposición,
- La existencia de los modelos, estudios técnicos y diseños con los que debe contar el proyecto, los cuales deben ser presentados por el promotor o gestor, según corresponda;
- Que se hayan establecido las fuentes de financiación para el desarrollo del proyecto;

## 3.4. Reglas de comercialización de participaciones fiduciarias

- Que se cuente con la metodología para la cuantificación y valoración de las participaciones de los negocios;
- Que el constructor y promotor cuenta con capacidad técnica, administrativa y financiera, acordes con la magnitud del proyecto;
- Que se tomen las pólizas de seguros que amporen, por lo menos, los riesgos de daños a la obra, los riesgos en la construcción, daños a la maquinaria de la obra, daños a terceros y riesgos de responsabilidad civil, según aplique;
- Que las licencias de construcción y permisos necesarios para el desarrollo de la obra se encuentren vigentes.

## 3.4. Reglas de comercialización de participaciones fiduciarias

- Contenido del contrato fiduciario:
  - Número de participaciones a enajenar y la indicación de las otras fuentes de recursos que constituyan la condición económica para iniciar cada una de las fases del proyecto;
  - Condiciones financieras, técnicas y jurídicas que se deben cumplir para dar inicio a las etapas de desarrollo del proyecto y operación;



## 3.4. Reglas de comercialización de participaciones fiduciarias

- Se debe contar con un interventor, auditor o asesor externo, independiente de los fideicomitentes, para supervisar las actividades adelantadas por el promotor y/o gestor, durante todas las etapas del fideicomiso;
- Órganos asesores y/o administradores;
- Procedimiento para la designación y reemplazo del promotor y/o del operador, las calidades que deben reunir y las causales para su remoción, así como el órgano establecido en el contrato a cargo de la adopción de tales decisiones;

## 3.4. Reglas de comercialización de participaciones fiduciarias

- Forma y metodología de valorar técnicamente los activos subyacentes que corresponden al patrimonio autónomo, y el procedimiento para cuantificar y valorar las participaciones fiduciarias, según la naturaleza del activo;
- Procedimiento y responsables para la suscripción de los contratos necesarios para la fase de operación. En caso de que dichos contratos estén previamente acordados por el promotor, sus términos y condiciones deberán ser conocidos por los partícipes al momento de su vinculación;
- Canales a través de los cuales la sociedad fiduciaria remitirá y suministrará a los fideicomitentes la información relacionada con el cumplimiento de la finalidad del contrato;

## 3.4. Reglas de comercialización de participaciones fiduciarias

- Reglas y el procedimiento para la cesión de las participaciones, los cuales no pueden incluir condicionamientos que afecten injustificadamente el derecho de los participantes de ceder su posición contractual en cualquier momento, así como el deber de la sociedad fiduciaria de verificar el cumplimiento de los mismos al momento de la cesión;
- Obligación del fiduciario, como vocero y administrador del patrimonio autónomo, de informar a los fideicomitentes cualquier situación de la cual llegue a tener conocimiento, que afecte el cumplimiento de la finalidad del negocio;

## 3.4. Reglas de comercialización de participaciones fiduciarias

- Prohibición expresa de que el constructor responsable del proyecto o los promotores autorizados, directamente o por medio de sus agentes o empleados, reciban dineros de los adquirentes de las participaciones;
- Indicación de que el desembolso de los recursos recaudados a través del negocio fiduciario, será con posterioridad al momento de alcanzar el punto de equilibrio y conforme a las condiciones establecidas en el contrato para tal fin;

## 3.4. Reglas de comercialización de participaciones fiduciarias

- Duración del contrato;
- Estimación de costos del proyecto;
- Penalidades por incumplimiento de las partes;
- Indicación de que las participaciones fiduciarias adquiridas podrán generar ganancias o pérdidas, según se cumplan o no las proyecciones de la explotación y operación de los activos subyacentes, y demás aspectos que se consideren relevantes.

**! GRACIAS POR SU ATENCIÓN !**

**jcvaron@silvaron.com**