

**República de Panamá
Comisión Nacional de Valores**



**Aspectos básicos del
Mercado de Valores
en Panamá**

**Publicación Oficial de la CNV
Por Jorge Alexander Olivardía**

Comisión Nacional de Valores de Panamá

<http://.www.conaval.gob.pa>

Avenida Balboa, Edificio Bay Mall, segundo piso, oficina 206

Teléfono (507) 265-2514. fax (507) 269-8842

Apartado Postal 0832-2281 WTC Panamá, República de Panamá

Aspectos Básicos del Mercado de Valores en Panamá

Primera Edición

Impreso en ciudad de Panamá, República de Panamá.

Septiembre de 2005

Publicación Oficial de la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá

Por Jorge Alexander Olivardía, Asesor Legal de la Dirección Nacional de Asesoría Legal

Ni la totalidad de ni parte de este libro puede reproducirse o transmitirse por ningún procedimiento electrónico o mecánico, incluyendo fotocopia, grabación magnética o cualquier almacenamiento de información y sistema de recuperación sin permiso expreso y escrito de la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá.

INTRODUCCIÓN.....	7
EL MERCADO DE VALORES	10
1. ¿QUÉ ES EL MERCADO DE VALORES?	10
2. ¿QUIÉNES ACTÚAN EN EL MERCADO DE VALORES?	10
3. ¿QUÉ ES EL MERCADO PRIMARIO?	11
4. ¿QUÉ ES EL MERCADO SECUNDARIO?	12
5. ¿CUÁLES SON LAS CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES QUE DEBE REUNIR UN MERCADO ORGANIZADO? ..	12
LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES EN PANAMÁ	13
1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS.....	14
2. LA NUEVA REGULACIÓN DE VALORES (DECRETO LEY 1 DE 8 DE JULIO DE 1999)	15
3. OBJETIVOS DEL DECRETO LEY DE VALORES:.....	16
4. PRINCIPIOS BÁSICOS DE LA CORRECTA REGULACIÓN Y FISCALIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES	17
4.1. <i>La Protección de los Inversionistas</i>	17
4.2. <i>Garantizar que los Mercados sean Justos, Eficientes y Transparentes</i>	18
4.3. <i>La Reducción del Riesgo Sistémico</i>	18
LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES.....	20
1. ¿QUÉ ES LA COMISIÓN?.....	20
2. LOS COMISIONADOS	20
3. FUNCIONES Y ATRIBUCIONES DE LA COMISIÓN.....	22
4. LAS DIRECCIONES DE LA COMISIÓN	23
DESARROLLO Y REGLAMENTACIÓN DEL DECRETO LEY 1 DE 8 DE JULIO DE 1999	26
1. ACUERDOS Y DECRETOS.....	26
2. DEL PROCEDIMIENTO ADMINISTRATIVO PARA LA ADOPCIÓN DE ACUERDOS	26
3. LA AUDIENCIA PÚBLICA.....	27
4. LA ADOPCIÓN POR URGENCIA	28
5. PUBLICACIÓN Y ENTRADA EN VIGENCIA DE LOS ACUERDOS	28
6. OPINIONES DE LA COMISIÓN.....	28
ORGANIZACIONES AUTORREGULADAS.....	32
1. A QUÉ SUJETOS SE LES CONSIDERA ORGANIZACIÓN AUTORREGULADA	32
2. BOLSAS DE VALORES.....	32
2.1 <i>Historia de las Bolsas:</i>	32
2.2 <i>Las Bolsas en Panamá</i>	33
2.3 <i>¿Qué son las bolsas de Valores de Acuerdo a Nuestra Legislación?</i>	33
2.4. <i>Tipos de Bolsa</i>	33
3. CENTRALES DE VALORES:	34
4. ACTIVIDADES PERMITIDAS A LAS ORGANIZACIONES AUTORREGULADAS	35
5. LICENCIA OBLIGATORIA PARA AUTORREGULADAS	36
6. SOLICITUD DE LICENCIA	36
7. REQUISITOS QUE DEBEN CUMPLIR PARA OBTENER Y MANTENER LA LICENCIA	37
8. DOCUMENTOS A APORTAR CON LA SOLICITUD	38
PERSONAS SUJETAS A LICENCIA OTORGADA POR LA COMISIÓN.....	43

1. CASAS DE VALORES Y ASESORES DE INVERSIÓN.....	43
1.1. Requisitos Generales Aplicables para la obtención de Licencia de Casa de Valores y de Asesor de Inversiones	44
1.2. Requisitos específicos para la Obtención y mantenimiento de Licencia de Casa de Valores	45
1.3. Solicitud de licencia.....	48
1.4. Documentos que deben aportarse con la solicitud	50
1.5. Requisitos de Capital Mínimo y Coeficientes de Liquidez	53
1.6. Casas de Valores Extranjeras:.....	55
1.7. Requisitos para la Obtención de Licencia	55
1.8. Obligaciones de las Casas de Valores	56
1.9. Informes sobre Operaciones realizadas fuera de bolsa.....	56
1.10. Informe mensual de todas las operaciones realizadas	56
1.11. Registro Individualizado de Transacciones	57
1.12. Entrega de Estados Financieros.....	57
1.13. Solicitud de Licencia de Asesor de Inversiones (Persona Jurídica).....	57
1.14. Documentación a presentar con la solicitud	59
1.15. Solicitud de Licencia de Asesor de Inversiones (Persona Natural).....	61
1.16. Documentación a presentar con la solicitud.....	62
2. LICENCIA DE CORREDOR DE VALORES, ANALISTAS Y EJECUTIVOS PRINCIPALES.....	63
2.1. Los Corredores de Valores:	64
2.2. Los Analistas.....	64
2.3. Ejecutivos Principales.....	64
2.4. Oficiales de Cumplimiento:	65
2.5. Requisitos para ejercer como Oficial de Cumplimiento.....	65
2.6. Incompatibilidades con el Cargo de Oficial de Cumplimiento.....	66
2.7 Requisitos generales para la obtención de Licencia de Corredor, Analista, Ejecutivo Principal.....	66
3. EXÁMENES DE CONOCIMIENTO PARA LA OBTENCIÓN DE LICENCIA PARA PERSONAS NATURALES.....	68
3.1. Contenido del examen general básico.....	68
3.2. Contenido del Examen Complementario	69
4. CANCELACIÓN DE LICENCIA DE CORREDOR, ANALISTA, ASESOR DE INVERSIONES (PERSONA NATURAL), EJECUTIVO PRINCIPAL Y OFICIAL DE CUMPLIMIENTO	70
EL REGISTRO DE VALORES Y LA OFERTA PÚBLICA.....	73
1. EL REGISTRO Y LOS VALORES OBJETO DEL MISMO	73
2. OFERTAS EXENTAS DE REGISTRO ANTE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES.....	74
3. VALORES OBJETO DE OFERTA PÚBLICA Y QUE REQUIEREN AUTORIZACIÓN DE LA COMISIÓN	75
4. REQUISITOS PARA EL REGISTRO DE VALORES OBJETO DE UNA OFERTA PÚBLICA	77
4.1 El prospecto Informativo	77
4.2. El formulario RV-1.....	78
5. EMISORES CON CINCUENTA O MÁS ACCIONISTAS	81
6. REGISTRO DE VALORES LISTADOS EN UNA BOLSA DE VALORES EN LA REPÚBLICA DE PANAMÁ....	81
7. ESTÁNDAR DE DIVULGACIÓN DE LA INFORMACIÓN Y RESPONSABILIDAD DE LA COMISIÓN.....	82
LA OFERTA PÚBLICA DE COMPRA DE ACCIONES (OPA).....	84
1. ¿QUÉ ES UNA OPA?	84

2. ¿POR QUÉ RAZONES SE LANZA UNA OPA?	84
3. LA OPA SEGÚN LA FINALIDAD PERSEGUIDA	85
3. CLASES DE REGULACIÓN SOBRE OPA	86
3.1. OPAS Voluntarias.....	86
3.2. OPAS Obligatorias.....	87
4. QUÉ OFERTAS PÚBLICAS DE COMPRA DEBEN NOTIFICARSE A LA COMISIÓN.....	87
5. A QUIENES DEBE NOTIFICARSE EL LANZAMIENTO DE UNA OPA	87
6. PRINCIPIOS BÁSICOS QUE DEBEN CUMPLIRSE UNA VEZ FORMULADA UNA OPA.....	88
6.1. Trato Igualitario	88
6.2. Divulgación de la Información relevante sobre la Oferta.....	88
7. DOCUMENTOS E INFORMACIÓN A PRESENTAR CON LA NOTIFICACIÓN DE OPA	89
8. CONTENIDO DE LOS ANUNCIOS DE FORMULACIÓN DE LA OPA.....	89
9. EL PROSPECTO EXPLICATIVO DE LA OPA	91
9.1. Información sobre el oferente.....	91
9.2. Información sobre la Oferta	92
10. PLAZO DE ACEPTACIÓN Y REVOCACIÓN.....	94
11. GARANTÍAS.....	94
11.1. Obligación de Constitución de Garantía.....	94
12. LA SUSPENSIÓN DE NEGOCIACIÓN DE LOS VALORES OBJETO DE LA OPA	95
13. ¿QUÉ ES EL PRORRATEO?.....	96
14. OFERTAS COMPETIDORAS O CONTRAOPAS.....	96
14.1. Qué requisitos debe cumplir la Oferta Competidora	97
SOCIEDADES DE INVERSIÓN	100
1. GENERALIDADES	100
2.1. Sociedades de inversión que ofrezcan públicamente sus cuotas de participación en Panamá:	101
2.2. Sociedades de Inversión Administradas en la República de Panamá.....	101
3. ¿QUÉ SOCIEDADES DE INVERSIÓN PUEDEN REGISTRARSE EN LA COMISIÓN?.....	102
3.1. Sociedades de Inversión Simples: son aquellas con un solo tipo de cuotas de participación y una sola cartera de inversiones.....	102
3.2. Sociedades de Inversión Paraguas: son aquellas con múltiples series de cuotas de participación y que cada una de dichas series representa un interés en una cartera de inversiones distinta.	102
3.3. Sociedades de Inversión de Múltiples Clases: aquellas con múltiples clases de cuotas de participación, cada clase con términos diferentes en cuanto al pago de las comisiones y de los gastos de suscripción, redención y servicios administrativos.....	102
3.4. Fondo Principal Alimentado por Otros Fondos: son sociedades de inversión que a su vez invierte en otras sociedades de inversión, o bien en otras sociedades de inversión en cuyo caso se denomina fondo de fondos.	102
4. CATEGORÍAS DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN EN EL DECRETO LEY 1 DE 1999.....	102
4.1. Según la opción de redención.....	103
4.2. De acuerdo al riesgo asociado con determinados objetivos y políticas de inversión	103
5. REQUISITOS PARA EL REGISTRO DE UNA SOCIEDAD DE INVERSIÓN	104
6. FAMILIAS DE FONDOS.....	107
7. SOCIEDADES DE INVERSIÓN CONSTITUIDAS COMO FIDEICOMISOS.....	107
8. LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN PRIVADAS.....	108
8.1. ¿Qué es una sociedad de Inversión Privada?.....	108

8.2. Requisitos para iniciar operaciones en Panamá.....	108
9. SOCIEDADES DE INVERSIÓN AUTO ADMINISTRADAS.....	110
ADMINISTRADORES DE INVERSIÓN	114
1. ¿QUÉ ES UN ADMINISTRADOR DE INVERSIÓN?.....	114
2. LICENCIA DE ADMINISTRADOR DE INVERSIONES	114
3. REQUISITOS PARA LA OBTENCIÓN Y CONSERVACIÓN DE LA LICENCIA DE ADMINISTRADOR DE INVERSIONES.....	115
4. SOLICITUD Y DOCUMENTOS A APORTAR	118
4.1. Solicitud	118
4.2. Documentos a aportar con la solicitud	119
FONDOS DE PENSIONES PRIVADAS.....	123
1. PENSIONES COMPLEMENTARIAS	123
2. NATURALEZA DE LOS PLANES Y FONDOS DE PENSIONES REGULADOS MEDIANTE LA LEY 10 DE ABRIL DE 1993	123
2.1. Plan de Pensiones	124
2.2. El Fondo de Pensiones.....	125
3. ¿QUIÉN ADMINISTRA LOS FONDOS DE PENSIONES PRIVADAS?	125
4. LICENCIA DE ADMINISTRADOR DE FONDOS DE JUBILACIÓN Y PENSIONES:	126
5. LA SOLICITUD DE LICENCIA.....	130
6. DOCUMENTOS CON LOS QUE DEBERÁ ACOMPAÑARSE LA SOLICITUD.....	131
7. LA UNIDAD TÉCNICA DE PENSIONES	134
7.1. Funciones de la Unidad	134
8. ADMINISTRADORAS DE FONDOS DEL SISTEMA DE AHORRO Y CAPITALIZACIÓN DE PENSIONES DE LOS SERVIDORES PÚBLICOS (SIACAP)	134
9. ESTADOS FINANCIEROS Y REPORTES:	135
9.1. De la Administradora	135
9.2. Del Fondo.....	135
10. FONDOS DE CESANTÍA.....	136
DE LA FORMA, CONTENIDO Y PERIODICIDAD DE LOS ESTADOS FINANCIEROS E INFORMES DE ACTUALIZACIÓN A PRESENTARSE EN LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES	140
1. OBLIGACIÓN DE REPORTAR.....	140
2. PERIODICIDAD	140
4. FORMA Y CONTENIDO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS	142
5. NORMAS APLICABLES AL AUDITO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS	143
PRÁCTICAS PROHIBIDAS EN EL MERCADO DE VALORES DE PANAMÁ, SU PROTECCIÓN PENAL Y ADMINISTRATIVA.....	145
1. JUSTIFICACIÓN DE LA PROTECCIÓN.....	145
2. ACTIVIDADES CONTEMPLADAS COMO PRÁCTICAS PROHIBIDAS EN EL MERCADO	145
2.1. Actos fraudulentos o engañosos (artículo 195).....	145
2.2. Uso indebido de información privilegiada	146
2.3. Declaraciones falsas y omisiones de emisores	147
2.4. Declaraciones falsas y omisiones de oferentes	147

2.5. Declaraciones falsas y omisiones en relación con poderes de voto	148
2.6. Declaraciones en registros, informes y demás documentos presentados a la Comisión ...	148
2.7. Manipulación	149
2.8. Realizar la promoción de valores sin divulgar que se recibe un beneficio.....	151
2.9. Falsificación de libros, de registros de contabilidad o de información financiera.....	151
SANCIONES, RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA Y CIVIL EN EL MERCADO DE VALORES	153
1. MULTAS ADMINISTRATIVAS	153
2. CRITERIOS PARA LA IMPOSICIÓN DE MULTAS	153
3. MULTAS ADMINISTRATIVAS DERIVADAS DE LA PRESENTACIÓN TARDÍA DE INFORMACIÓN FINANCIERA	154
3.1. Estados Financieros de Emisores y Sociedades de Inversión Registradas	154
3.2. Estados Financieros de Casas Valores, Asesores de Inversión, Administradores de Inversión y Organizaciones autorreguladas	155
4. MULTA POR LA NO PRESENTACIÓN DE INFORMES DE TRANSACCIONES DE CASAS DE VALORES... 156	
4.1. Informe de transacciones fuera de bolsa	156
4.2. Informe mensual globalizado y registro individualizado de transacciones.....	156
5. RESPONSABILIDAD CIVIL.....	156
EL BLANQUEO DE CAPITAL Y FINANCIAMIENTO DE TERRORISMO EN LOS MERCADOS DE VALORES	159
1. RESPONSABILIDAD DEL REGULADOR EN LA PREVENCIÓN	159
2. ¿QUÉ ES EL BLANQUEO DE CAPITAL Y FINANCIAMIENTO DE TERRORISMO?	159
3. EL PROPÓSITO DEL BLANQUEO DE CAPITAL Y FINANCIAMIENTO DE TERRORISMO	160
4. EL FINANCIAMIENTO DEL TERRORISMO	160
5. DEBERES DE LOS SUJETOS CON LICENCIA RESPECTO AL BLANQUEO DE CAPITAL Y FINANCIAMIENTO DE TERRORISMO	161
OFICIAL DE CUMPLIMIENTO Y UNIDAD DE ANÁLISIS FINANCIERO	164
1. ROL Y FUNCIONES DEL OFICIAL DE CUMPLIMIENTO	164
2. LA UNIDAD DE ANÁLISIS FINANCIERO (UAF)	166
LA PROTECCIÓN AL PÚBLICO INVERSIONISTA.....	170
1. NECESIDAD DE PROTECCIÓN	170
2. LA UNIDAD DE EDUCACIÓN AL INVERSIONISTA (UEI)	171
3. DERECHOS BÁSICOS DE LOS INVERSIONISTAS EN PANAMÁ	172
3.1. Recibir información	172
3.2. Confidencialidad.....	172
3.3. Trato justo.....	172
3.4. Recomendación adecuada.....	172
3.5. Igualdad de condiciones en caso de una OPA.....	173
3.6. Indemnización por daños y perjuicios	173
3.7. Rescindir un contrato de compra	173
3.8. Proceso Colectivo de Clases	174
LA PROTECCIÓN A LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS	175

1. SOBRE NEGOCIOS O CONTRATOS ENTRE LA SOCIEDAD Y SUS DIRECTORES	175
2. SOBRE ACCIONES DE UNA SOCIEDAD QUE SEAN PROPIEDAD DE OTRA SOCIEDAD.....	175
3. DENUNCIAS PENALES POR DELITOS CONTRA LA PROPIEDAD.....	175
4. DERECHO A PROTESTAR CONTRA ACUERDOS DE JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS.....	176
5. CONVOCATORIA DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS.....	176
6. RESPONSABILIDAD DE LOS DIRECTORES POR OBLIGACIONES DE LA SOCIEDAD.....	177
7. DE LA LIQUIDACIÓN DE LA SOCIEDAD	177
TARIFAS DE REGISTRO Y SUPERVISIÓN.....	180
1. TARIFAS DE REGISTRO.....	180
2. TARIFAS DE SUPERVISIÓN	181
ASPECTOS FISCALES.....	184
1. GANANCIAS DE CAPITAL SOBRE VALORES EMITIDOS POR ESTADO.....	184
2. GANANCIAS DE CAPITAL SOBRE VALORES REGISTRADOS EN LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES	184
3. GANANCIAS EN CUANTO A INTERESES.....	184
4. IMPUESTO DE TIMBRE	185
5. PLANES DE PENSIONES Y JUBILACIONES PRIVADAS	185
6. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN	186
BIBLIOGRAFIA.....	187

PROLOGO

El mercado de valores en la República de Panamá representa uno de los pilares estratégicos más importantes que sostiene a nuestro sistema financiero, eje y motor del crecimiento y desarrollo nacional. Durante los últimos seis años, la Comisión Nacional de Valores de Panamá, a través de sus funcionarios y colaboradores ha tenido como norte la modernización y el engrandecimiento de nuestro mercado bursátil, el cual brinda una alternativa segura y eficiente para el financiamiento y expansión de la actividad económica de nuestro país.

Es por esto que la CNV se llena de orgullo y satisfacción al reconocer el esfuerzo desinteresado y altruista de uno de sus más renombrados colaboradores, el Lic. Jorge Alexander Olivardía, quien se digna en brindar a todos los interesados en nuestro mercado éste valioso documento titulado “Aspectos Básicos del Mercado de Valores en Panamá” el cual recoge los principales conceptos y aspectos relacionados con la regulación y supervisión del mercado y que a la vez se convierte en una herramienta esencial para ser utilizada como fuente de consulta por quienes buscan promover y expandir ésta actividad que cobra una importancia notable año tras año como pieza fundamental de nuestro perfil económico.

Estamos más que seguros que con éste trabajo Jorge Alexander Olivardía brinda una ventana amplia a la comunidad profesional que invita a la investigación, la consulta y la opinión sobre un sector que busca colocarse como piedra angular, permitiendo que las fuentes de capitales internos y externos encuentren verdaderas opciones de expansión y así conduzcan a nuestra economía a convertirse en líder de una integración eficiente y moderna del mercado de valores a nivel regional.

Felicitemos a Jorge, quién a través de este valioso aporte, contribuye al país con un material abundante en conocimientos y experiencias, el cual anticipamos su éxito y demanda por parte de quienes buscan un contenido claro y completo de todos los aspectos que hacen de nuestro mercado de capitales un ejemplo de reconocimiento nacional e internacional.

Rolando J. de León de Alba
Comisionado Presidente de la CNV

INTRODUCCIÓN

El mercado de valores en la República de Panamá ha experimentado cambios de crecimiento óptimo a través de los años, en especial y como elemento catalizador, desde la promulgación de la nueva legislación de valores en el año 1999, la cual trajo a nuestro ordenamiento una serie de figuras comunes a los mercados organizados más grandes del mundo y que antes no se encontraban reguladas en el nuestro, modernizando y equiparando el mercado de valores nacional, al resto de mercados organizados.

Dicho crecimiento ha permitido además, que nos acerquemos cada vez más a una pretendida masificación de la canalización del ahorro público a través del mercado, sea a través del financiamiento del comercio local, a través de la afiliación en fondos de pensiones privadas y complementarias, a través de vehículos de inversión colectiva (sociedades de inversión) o incluso a través de la inversión en instrumentos financieros foráneos a través de intermediarios panameños. Este proceso de masificación hace necesario entonces, que el mercado se encuentre dotado de normas y reglamentos que permitan su correcto funcionamiento, combinando un adecuado nivel de protección de los inversionistas y del mercado en general, con la suficiente libertad que permita establecer condiciones propicias para el desarrollo del mismo.

Para esto es necesario establecer normas que eviten posibles distorsiones y asimetrías en cuanto a la información disponible para los inversionistas y todos los que en el mercado intervienen, evitando además manipulaciones y sancionando de manera ejemplar a aquellos que atentan contra la confianza y buena fe del mercado.

A manera de referencia cuantitativa del crecimiento aludido, para el año de inicio de operaciones de la primera bolsa de valores en nuestro país, es decir 1990, existían y operaban 8 puestos de bolsa con veinte empleados, negociando alrededor de 35 millones de balboas, mientras que para el presente año, existen 13 puestos de bolsa, 32 casas de valores, 3 asesores de inversión, 12 administradores de inversión, 280 personas con licencia de corredor de valores, 51 analistas y 120 de ejecutivo principal, existiendo 25 empresas que cotizan sus acciones públicamente y 95 que negocian valores de deuda.

La presente obra pretende ser un acercamiento básico al funcionamiento del mercado de valores en Panamá desde la perspectiva del regulador, abordando de manera conceptual las diferentes figuras existentes en nuestro mercado, explicando su rol y función como parte de una labor de divulgación y educación dirigida no solo al potencial inversionista, sino también al estudiante o el profesional que desee tener un acceso rápido a la solución de interrogantes relativas al mercado de valores en Panamá.

Panamá, agosto del año 2005.

PRIMERA PARTE

GENERALIDADES SOBRE EL MERCADO Y SU REGULACIÓN

Capítulo I

El Mercado de Valores

1. ¿Qué es el mercado de valores?

El mercado de valores es un conjunto de instituciones y personas que representan el medio de obtención de recursos de las empresas con necesidades de financiamiento, a través de la canalización del ahorro del público inversionista que no consume una parte de sus ingresos y por ende los ahorra.

Estas empresas con necesidades de financiación emiten de forma pública valores que son obtenidos por los inversionistas en los mercados organizados. De esta forma los primeros obtienen el dinero que necesitan para financiar sus operaciones, mientras que los segundos pueden ahorrar obteniendo mejores rendimientos que los obtenidos en instrumentos bancarios comunes.

El mercado de valores incluye las relaciones de financiación entre un sujeto que pide financiación y un número elevado de ahorradores, a través de la división de la cantidad a financiar en unidades de carácter homogéneo y fungible (valores)¹.

Esto significa que el mercado es un medio a través del cual las empresas logran obtener recursos para financiar su operación corriente o bien proyectos especiales, para lo cual apelan al ahorro público, siendo los inversionistas quienes confían sus ahorros o el excedente de sus ingresos (que no consumen) a estas empresas.

2. ¿Quiénes actúan en el Mercado de Valores?

A grandes rasgos, los principales actores de un mercado organizado son:

- **Emisores:** quienes emiten valores para obtener financiamiento ya sea a través de instrumentos de deuda (entre otros, bonos y valores comerciales negociables), o bien a través de instrumentos de capital (acciones). Generalmente son emisores las empresas y los Estados.

¹ CACHON BLANCO, José E. 200 *Preguntas sobre los Mercados de Valores. La Ley-Actualidad, S.A. Madrid. 1999.*

- **Inversionistas (particulares e institucionales):** quienes adquieren dichos valores con el objeto de obtener rendimientos, ya por el pago de intereses en el caso de los instrumentos de deuda, por el pago de dividendos en el caso de instrumentos de capital o bien por la venta de los valores en el mercado secundario.
- **Intermediarios:** son los encargados de comprar y vender dichos valores en nombre y representación de los inversionistas, (puestos de bolsa, casas de valores y corredores de valores).

No obstante, existen otras personas y entidades que tienen un papel preponderante en el funcionamiento de los mercados, entre estos quizás los más importantes sean las organizaciones autorreguladas (bolsas de valores y centrales de valores) quienes facilitan las plataformas para la negociación, compra y venta de los valores, así como su compensación y liquidación.

Asimismo, tienen participación en los mercados de valores los asesores de inversión, quienes asesoran sobre la conveniencia de la compra o venta de determinados valores; los contadores públicos autorizados, encargados de auditar los estados financieros de las empresas dando fe de que la información financiera de la empresa que han auditado, refleja razonablemente la situación financiera real de dicha empresa (factor de suma importancia en la decisión de invertir); calificadoras de riesgo que, aunque no es obligatoria la calificación de riesgo en Panamá, su función es la de realizar estudios sobre el nivel de riesgo de inversión (que asume el inversionista) en un determinada valor.

3. ¿Qué es el Mercado Primario?

Más que una división del Mercado pueden distinguirse dos facetas o etapas. Se denomina mercado primario a las ofertas públicas iniciales de valores, es decir que los valores son adquiridos de forma originaria por los inversionistas al momento de ser emitidos por las empresas o los Estados.

Por tanto la relación en el mercado primero se produce entre un emisor y un inversionista o bien entre un suscriptor² y un inversionista.

² Suscriptor: es toda persona que compre o adquiera de un emisor, o de una persona afiliada a éste, valores emitidos por dicho emisor con la intención de ofrecer o revender dichos valores o algunos de ellos como parte de una oferta sujeta a los requisitos de registro establecidos en el Decreto Ley 1 de 1999. *Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.* En el caso de la existencia de un suscriptor no se pierde la condición de mercado primario que tendría la oferta pública realizada por este.

4. ¿Qué es el Mercado Secundario?

Los mercados secundarios de valores son mercados financieros donde se negocian, transmiten y adquieren valores negociables ya constituidos y en circulación. En oposición a los mercados primarios, no son mercados de emisión sino de negociación³.

El mercado secundario constituye por tanto la negociación de compra y venta de valores entre los inversionistas, brindando liquidez⁴ al mercado y contribuyendo a la correcta formación de precios de los valores que en él se negocian, según la respectiva demanda del mercado o bien según la calidad financiera de las empresas emisoras de tales valores.

Es este mercado secundario el que permite que los inversionistas tengan una plataforma en la cual vender sus valores o comprar los que les interesen, mercado que, como ya hemos indicado es el que brinda una verdadera referencia respecto a la valoración de las inversiones realizadas, a través del sistema de libre formación de precios de los valores.

5. ¿Cuáles son las características principales que debe reunir un mercado organizado?

Existen diversas clasificaciones de las características y principios básicos de un mercado organizado, sin embargo podemos indicar que las más importantes, junto con la existencia de regulaciones que permitan la supervisión de los operadores del mercado, son⁵: 1. la eficiencia; 2. la transparencia; 3. protección del inversionista; 4. apelación al ahorro público; 5. profesionalidad de los intermediarios; 6. igualdad de los inversionistas.

1. La eficiencia: un mercado eficiente es aquel capaz de cumplir con la función económica en que se fundamenta, es decir permitir canalizar el ahorro del público, siendo fuente de financiamiento de las empresas y los Estados y en el cual concurren libremente la oferta y la demanda.
2. La transparencia: es un término amplio que implica la existencia de información⁶ suficiente y completa (información financiera o bien hechos relevantes) sobre los

³ CORTES, L.J. *Lecciones de Contratos y Mercados Financieros*. Thompson-Civitas. Madrid. 2004.

⁴ Liquidez: facilidad con la que un activo financiero puede convertirse en dinero. Sepúlveda L, César. *Diccionario de Términos Económicos*. Editorial Universitaria. Santiago de Chile, 2004.

⁵ Clasificación realizada por Tapia Hermida, Alberto J. en *"Derecho del Mercado de Valores. Cálamo Producciones Editoriales*. Barcelona. 2003.

⁶ La información en los mercados está relacionada a la existencia de un supuesto comportamiento racional de los inversionistas, comportamiento que implica la utilización de la información existente de manera lógica

valores que se negocian en el mercado, así como de las empresas que los emiten, permitiendo igualdad de acceso a dicha información por parte de todos los inversionistas, evitando las asimetrías, lo que a su vez permite una correcta formación de precios.

3. Protección de los inversionistas: un inversionista informado y protegido a través de reglas claras y equitativas que eviten que otros inversionistas obtengan un provecho indebido en perjuicio de otros, implica confianza en el mercado, al cual acudirán un mayor número de inversionistas, permitiendo el desarrollo de un mercado líquido y transparente.
4. Apelación al ahorro público: se requiere del ahorro del público inversionista que no consume la totalidad de sus ingresos, los cuales obtienen mayores rendimientos que los esperados en el ahorro bancario común. El fomento del ahorro también genera el bienestar de los ahorristas y la facilidad de obtención de capital por las empresas para el giro común de sus negocios.
5. La profesionalidad de los intermediarios: se requiere de intermediarios profesionales y capaces, puesto que en los mercados organizados se negocian instrumentos de gran complejidad que requieren de una mínima formación técnica. Es por esta razón, por la cual se exigen habilitaciones especiales (licencias) para las cuales deben aprobarse exámenes de conocimiento técnico y legal en materia de mercado de valores.
6. Igualdad de los inversionistas⁷: implica el mismo acceso a la información, así como el trato igualitario a todos los inversionistas.

Capítulo II.

La Regulación del Mercado de Valores En Panamá

evitando pérdidas y riesgos innecesarios, no obstante la información en los mercados no siempre es utilizada de forma racional por los inversionistas, en este sentido explican Araceli Mora y Eduardo José Menéndez que *en ocasiones su comportamiento resulta difícil de reconciliar con la mayoría de los modelos y teorías explicativas tradicionales, basados en la racionalidad de los agentes económicos y en su capacidad para procesar de forma no sesgada la información disponible, según este análisis, en el proceso de formación de expectativas y de adopción de decisiones intervienen de forma crítica una serie de creencias y de preferencias del inversor que contribuyen a explicar un cierto alejamiento de la racionalidad inherente al paradigma clásico (comportamiento racional).* Artículo: ¿Qué me pasa doctor? Un retrato psicológico del inversor. Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Auditoría No. 67. 2004.

⁷ Ver *infra*, de manera más amplia este principio en el capítulo denominado “la Oferta Pública de Adquisición (OPA)”. Capítulo II de la tercera parte.

1. Antecedentes Históricos

La regulación del mercado de valores en Panamá es de muy reciente data, si se toma en cuenta que los mercados organizados más grandes del mundo han sido regulados desde el siglo XIX. En nuestro país no fue sino hasta 1970, que a través del Decreto de Gabinete 247 de 16 de julio, se estableció el primer cuerpo normativo formal para regular, analizar y fiscalizar de manera organizada la venta de títulos valores al público inversionista, creándose la primera Comisión Nacional de Valores, la cual estaba adscrita al Ministerio de Comercio e Industria.

Esta Comisión gozaba de personería jurídica, autonomía en su régimen y manejo interno, estando sujeta a la vigilancia e inspección del Organismo Ejecutivo y de la Contraloría General de la República. Además estaba integrada por cinco miembros a saber:

1. El Ministro de Comercio e Industria o el funcionario que éste designara, quien además la presidía.
2. El gerente del Banco Nacional de Panamá o la persona por éste designada.
3. Un miembro prominente de la Banca, el cual debía tener por lo menos cinco años de experiencia en esa actividad en la República de Panamá.
4. Un miembro prominente de la Industria, el cual debía tener por lo menos cinco años de experiencia en la producción manufacturera en la República de Panamá.
5. Un miembro prominente del Comercio, el cual debía tener por lo menos cinco años de experiencia en esta actividad en la República de Panamá.

Con posterioridad, en 1972, el Decreto de Gabinete No. 247, es reformado por el Decreto de Gabinete No. 30 de 24 de febrero de 1972, en adición se produjeron múltiples reglamentaciones a través de Decretos Ejecutivos y Resoluciones.

Posteriormente surge el Decreto de Gabinete No. 248 de 16 de julio de 1970 sobre Fondos Mutuos (derogado por la ley 10 de 16 de abril de 1993), promulgándose luego el Decreto No. 58 de 27 de octubre de 1993 por el cual se reglamenta la constitución de fondos Mutuos (Sociedades de Inversión) contemplados en el Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970.

Sin mayores cambios ni adiciones de importancia, la regulación de valores existente pese a tener un alcance limitado en su marco regulador ya que su enfoque exclusivo se circunscribía a aspectos relativos a la colocación de títulos por parte del emisor al público, se mantuvo como piedra angular del mercado de valores panameño.

No obstante, las realidades económicas y financieras eran diferentes en Panamá, particularmente a partir de 1990 y junto con la naciente democracia, el mercado nacional de valores, que hasta entonces había apenas experimentado transacciones esporádicas, empieza a ser escenario de un mayor número de operaciones y cada vez de mayor complejidad.

A través del Decreto No. 44 de 31 de mayo de 1988 (por el cual se autoriza la creación de bolsas de valores y se reglamenta su instalación y funcionamiento) se creó la plataforma jurídica para la existencia de una bolsa de valores en Panamá, pero no fue hasta 1990 que se fundó la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., lo que permitió que la compra y venta de valores llegara a una etapa mucho más abierta y en alguna medida popular al menos en lo que respecta a la época.

Esto trae como consecuencia que aumente el número de intermediarios y sujetos activos en el mercado, surgiendo poco a poco las funciones institucionales de pago, transferencia, compensación y liquidación de valores. Gracias al sostenido crecimiento de los mercados internacionales, en particular el mercado estadounidense, alimentado en los 90 por el explosivo crecimiento de empresas tecnológicas, los servicios de inversión para servir ese mercado y el número de casas de valores, que se establecen en Panamá, así como de instituciones o empresas que ofrecen valores al público, aumentó considerablemente.

Debido a estas y otras realidades, sobre todo económicas y financieras se requería de cambios profundos al marco regulador de 1970. Por esta razón el Organismo Ejecutivo convocó a un grupo de trabajo multidisciplinario con el objetivo de que desarrollasen y redactasen una nueva Ley Marco para el mercado de valores panameño.

2. La Nueva Regulación de Valores (Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999)

La función encomendada por el Organismo Ejecutivo al grupo de trabajo suponía cumplir satisfactoriamente con varios objetivos, siendo el primero, el de elaborar una normativa moderna que expandiese la regulación a todas las facetas de un mercado moderno. Esta parte del trabajo suponía identificar todos los protagonistas del mercado y diseñar los requisitos necesarios para su funcionamiento.

El segundo, implicaba introducir a través de la ley, algunos elementos jurídicos novedosos que permitiesen convalidar jurídica y operativamente algunas instituciones

comunes en los mercados de valores desarrollados como son la tenencia indirecta de valores, la inmovilización y desmaterialización de títulos, elementos sin los cuales es impensable un mercado seguro, fluido y transparente.

De similar naturaleza jurídica era la expectativa del tercer objetivo, estrenar en la legislación panameña normas respecto a la información que generan los interlocutores del mercado. El desarrollo de normas que generen transparencia y acceso a la información, así como la tipificación de distintas conductas prohibidas como el abuso en el manejo de la información, manipulación, uso de información privilegiada, presentación de información engañosa o tendenciosa.

Por último y no menos importante que los objetivos anteriores, fue el del diseño de una organización que pudiese desarrollar el contenido de la ley, instrumentar su ejecución, ordenar y fiscalizar el mercado con el mayor equilibrio, autonomía e independencia posible.

Se produce entonces el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el Mercado de Valores en la República de Panamá, publicado en la Gaceta Oficial No. 23,837 de 10 de julio de 1999, entrando en vigencia de forma parcial, ya que dicho Decreto establecía que sólo el Título II entraría en vigencia treinta días a partir de su promulgación y cuatro meses contados a partir de su publicación entrarían a regir los demás títulos de la norma.

Sin embargo, haciendo uso de las facultades conferidas por el artículo 284 del Decreto Ley 1, el Organismo Ejecutivo a través del Ministerio de Economía y Finanzas y mediante Decreto Ejecutivo No. 142 de 9 de noviembre de 1999 decretó prorrogar la entrada en vigencia de los Títulos III, IV, V, VI, VII, VIII, IX, X, XII, XIII y el artículo 285 para el día 10 de febrero de 2000.

El Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 es una ley marco dividida en 18 títulos temáticos que constituyen un total de 284 artículos. La ejecución de este Decreto queda a cargo de la Comisión Nacional de Valores, que es una entidad autónoma compuesta por tres Comisionados que ejercen sus labores a tiempo completo, siendo estos responsables por el desarrollo de la ley (a través de Acuerdos y Opiniones), su ejecución y al fin de cuentas del éxito y fracaso de la vigilancia efectiva del mercado de valores y por ende del correcto desenvolvimiento de las condiciones propicias para el desarrollo del mercado.

3. Objetivos del Decreto Ley de valores:

El Decreto Ley de valores tiene como principal objetivo el regular, supervisar y fiscalizar el mercado de valores para así fomentar y fortalecer su desarrollo como una

actividad financiera relativamente nueva en el país y en toda la región y proporcionar seguridad jurídica a todos los actores y miembros del mercado de capitales, evitando situaciones y circunstancias que impidan el desarrollo de un mercado moderno.

Por otro lado se busca desarrollar un mercado de valores en Panamá en una doble dirección, por un lado, fortalecer el mercado interno, dando orden y disciplina transparente al mercado, y por el otro constituir un mercado de valores con proyección regional e internacional a través del reconocimiento para su venta de valores registrados en otras jurisdicciones, así como la firma de memorandos de entendimiento con otras agencias reguladoras del mercado de valores.

El Decreto Ley de valores, introduce y regula nuevas figuras en el mercado nacional, que sin embargo son desde hace mucho tiempo, actores muy comunes en mercados más desarrollados, figuras las cuales iremos desarrollando a lo largo de los siguientes capítulos.

4. Principios Básicos de la correcta Regulación y Fiscalización de los Mercados de Valores

La existencia de regulaciones eficientes en los mercados de valores se justifica en función del rol económico que, como medio de financiamiento, llena el mercado, el cual apela al ahorro público, captando fondos de una colectividad⁸ que requiere de reglas de juego claras y eficientes que eviten potenciales distorsiones así como manipulaciones y otras conductas consideradas prohibidas en los mercados.

De acuerdo a la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés), la correcta regulación de los mercados de valores debe girar en torno a tres objetivos básicos que a su vez son desarrollados a lo largo de treinta principios, estos objetivos básicos recogen:

4.1. La Protección de los Inversionistas

Los inversionistas deben estar protegidos contra todo tipo de actuación fraudulenta o desleal en los mercados. De acuerdo a IOSCO el medio más importante para garantizar la protección de los inversionistas es la difusión de información relevante y suficiente, y así

⁸ De acuerdo a Isaac Halperini se justifica en control oficial del funcionamiento de los mercados bien por la gran sensibilidad en la apreciación (de la colectividad) de los más diversos factores que influyen los precios de los valores cotizados, bien por la determinación de las orientaciones en los precios para el futuro de las operaciones. HALPERINI ,I. Curso de Derecho Comercial. Volumen 1. Ediciones Depalma. Buenos Aires. 1978. p. 127.

ellos mismos proteger sus intereses. Como complemento fundamental de la correcta difusión de información y publicidad deben existir normas de contabilidad y auditoría de alta calidad e internacionalmente aceptadas.

4.2. Garantizar que los Mercados sean Justos, Eficientes y Transparentes

Según IOSCO la justicia de los mercados está relacionada con la protección al público inversionista, y de forma especial a la prevención de prácticas de negociación indebidas, por tanto las características de funcionamiento de los mercados no deben favorecer injustamente a unos frente a otros.

En este sentido la regulación debe detectar, impedir y penalizar la manipulación del mercado y otras prácticas desleales. Asimismo debe asegurar que los inversionistas puedan acceder de manera justa tanto al mercado como a la información de dicho mercado o a la información relativa a los precios, promoviendo prácticas de mercado que aseguren el trato justo de las órdenes y un procedimiento de formación de precios confiable.

Debe promoverse la eficiencia a través de correcta difusión de la información. Esta información debe ser puntual (calidad de información). Por su parte la transparencia en el mercado puede definirse con relación al grado en que la información sobre la negociación se pone a disposición del público inversionista, debiendo ser además información correcta y veraz.

4.3. La Reducción del Riesgo Sistémico

La regulación debe tener por objeto reducir este riesgo, exigiendo requisitos de capital y de control interno⁹. En todo caso, si se produce una quiebra de un sujeto activo en el mercado, la regulación debe tender a aliviar el efecto de dicha quiebra, aislando el riesgo de la institución en quiebra, (a través de procesos de intervención, reorganización y liquidación administrativa).

Esto implica exigir constantemente requisitos de recursos propios adecuados y de regulación prudencial.

5. Los treinta principios de IOSCO¹⁰

⁹ Aunque sobre este particular no se espera que la regulación y los reguladores impidan la quiebra de los sujetos que actúan en el mercado.

¹⁰ Para mayor información sobre los treinta principios de IOSCO sobre regulación de los mercados consultar la página Web de IOSCO www.iosco.org

Para el cumplimiento de los objetivos anteriormente planteados, IOSCO ha desarrollado treinta principios relativos a la regulación de los mercados desarrollados ampliamente y que se encuentran agrupados en ocho categorías a saber:

1. Principios relacionados con el regulador.
2. Principios para la autorregulación
3. Principios para la fiscalización de la regulación de valores
4. Principios para la cooperación en la regulación del mercado
5. Principios sobre emisores
6. Principios sobre temas relacionados a la inversión colectiva
7. Principios para los intermediarios del mercado
8. Principios para el mercado secundario

Son los principios relativos a cada uno de estos temas los que forman un modelo del contenido de toda regulación de los mercados de valores que se considere eficiente, debe contemplar. Estas regulaciones deben cumplir con las funciones de proteger a los inversionistas, establecer reglas de juego transparentes, sancionando las prácticas deshonestas, pero que permita la autorregulación sin que exista un intervencionismo excesivo que no permita el correcto desarrollo de estos mercados, bajo un sistema de libre formación de precios sujeta a las reglas de la demanda y la oferta.

Capítulo III

La Comisión Nacional de Valores

1. ¿Qué es la Comisión?

La Comisión Nacional de Valores es un organismo autónomo del Estado con personería jurídica y patrimonio propio. Es la entidad encargada de regular y fiscalizar el funcionamiento de las actividades del mercado en general, dentro del marco del fomento de las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en Panamá.

La Comisión, como organismo autónomo del Estado cuenta con las siguientes prerrogativas: 1. Tiene fondos separados e independientes del gobierno central, con derecho a administrarlos; 2. Elabora el anteproyecto de su propio presupuesto, el cual una vez discutido y aprobado por las instancias pertinentes del Organismo Ejecutivo y la Asamblea Nacional, se incorporará al presupuesto general del Estado y, 3. Escoge, nombra y destituye a su personal, fija su remuneración, de conformidad con lo que dicte su reglamento interno, el cual debe ser elaborado y aprobado por los Comisionados.

2. Los Comisionados

La Comisión está compuesta por tres Comisionados nombrados por el Presidente de la República por un periodo de cinco años¹¹, los cuales fungen como funcionarios de tiempo completo, estos no pueden ejercer profesiones liberales ni el comercio, ni ningún otro cargo retribuido, excepto la enseñanza universitaria.

Para ser Comisionado de la Comisión Nacional de Valores, se requiere: 1. ser ciudadano panameño; 2. observar buena conducta y no haber sido condenado por la comisión de delito alguno, ni haber sido sancionado por la Comisión por violaciones al Decreto Ley de valores; 3. tener título universitario; 4. tener por lo menos cinco años de experiencia en actividades relacionadas con el mercado de valores o con el sector financiero; 5. no ser director ni dignatario de una empresa registrada en la Comisión; y 6. No haber sido declarado en quiebra ni en concurso de acreedores, ni encontrarse en estado de insolvencia manifiesta.

¹¹ El nombramiento de los Comisionados de la Comisión Nacional de Valores se realiza de forma escalonada, razón por la cual los primeros Comisionados fueron nombrados de la siguiente manera: un Comisionado por un periodo de 2 años, un Comisionado por un periodo de 3 años, y un Comisionado por un periodo de 5 años.

Al ser nombrado como Comisionado de la Comisión Nacional de Valores por el Presidente de la República, no se requiere ratificación por parte de la Asamblea Nacional¹².

La Comisión elige un Comisionado Presidente de entre sus miembros, de igual modo elige un Vicepresidente, quien reemplaza al Presidente en sus faltas temporales. El Presidente ejerce la representación legal de la Comisión, es su vocero principal, y es además responsable de administrar y coordinar las actividades de la Comisión.

La Comisión es por tanto un órgano colegiado que representa la autoridad máxima de la institución. Toma sus decisiones con el voto mayoritario de los Comisionados, es decir con el voto favorable de al menos dos de ellos.

No obstante, cuando se trate de temas en los que algún Comisionado pueda tener conflictos de interés, dicho Comisionado deberá abstenerse de participar en la consideración de tales temas, inclusive a falta de abstención voluntaria, el resto de los Comisionados podrán solicitarle formalmente al Comisionado de que se trate, que se ausente de la reunión en la cual se discute el tema en cuestión.

En el evento de que se produzca la ausencia temporal de uno de los Comisionados, los restantes escogerán un funcionario del seno de la Comisión que ocupe el cargo de forma temporal hasta que el primero se reintegre a sus funciones. En caso de ausencia permanente, el funcionario escogido ocupará el cargo hasta cuando sea nombrado un nuevo Comisionado.

Una vez nombrado un Comisionado, este no podrá ser removido sino por causas contempladas en la Ley, y solo por decisión de la Corte Suprema de Justicia, conforme a un proceso especial específico¹³. Dicha remoción solo podrá ser solicitada por el Órgano Ejecutivo o bien por la propia Comisión.

Por su parte la Corte Suprema de Justicia, solo podría ordenar la remoción de un Comisionado por: 1. la incapacidad para cumplir sus funciones; 2. la declaración de quiebra, concurso de acreedores o el estado de insolvencia manifiesta; 3. el incumplimiento de algunos de los requisitos necesarios para ocupar el cargo de Comisionado; 4. la falta de probidad en el ejercicio de sus funciones; 5. el incumplimiento de sus deberes o de sus responsabilidades; 6. la violación del Decreto Ley 1 de 1999 o sus reglamentos; 7. haber sido condenado por la comisión de delito alguno.

¹² En virtud de lo dispuesto en el artículo 4 del Decreto Ley 1 de 1999, a los Comisionados de la Comisión Nacional de Valores no se aplica lo dispuesto en el artículo 1 de la Ley 3 de 16 de junio de 1987.

¹³ Establecido en el artículo 290 del Código Judicial.

3. Funciones y atribuciones de la Comisión

La Comisión Nacional de Valores tiene atribuciones y competencias específicas relacionadas con las funciones de supervisión y fiscalización del mercado de valores en Panamá y con las cuales debe cumplir a cabalidad en cada una de sus actuaciones. Las atribuciones y funciones de la Comisión son las siguientes:

1. Fomentar y fortalecer el desarrollo del mercado de valores en Panamá.
2. Registrar los valores para ofertas públicas y otros registros obligatorios.
3. Expedir, suspender, revocar, cancelar las licencias de los sujetos regulados y registrados y demás licencias que deba otorgar la Comisión.
4. Ordenar la suspensión de cualquier actividad violatoria del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 o de sus reglamentos, incluyendo la suspensión de las operaciones y negociación de valores.
5. Establecer reglas de buena conducta comercial y normas éticas que deben seguir los intermediarios, cuya violación puede acarrear sanciones disciplinarias.
6. Prescribir la forma y el contenido de los estados financieros y demás información financiera de personas registradas en la Comisión.
7. Examinar, supervisar y fiscalizar las actividades de las organizaciones autorreguladas, de los miembros de organizaciones autorreguladas, de las sociedades de inversión, de los administradores de inversión, de las casas de valores y de los asesores de inversión, así como de sus respectivos corredores de valores, analistas y ejecutivos principales, según sea el caso, y de cualquier otra persona sujeta a su fiscalización.
8. Imponer sanciones a las personas que violen el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 o sus Acuerdos.
9. Iniciar procesos colectivos de clase y hacer uso de aquellas otras acciones y medidas a su alcance para cumplir con el Decreto Ley 1 de 8 de julio 1999.
10. Autorizar, negar o suspender el registro de entidades calificadoras de riesgo, que así lo soliciten, para operar en la República de Panamá.
11. Emitir opiniones que expresen la posición administrativa de la Comisión, como también para adoptar, reformar y revocar Acuerdos.

12. Recomendar al Organo Ejecutivo la aprobación de los Decretos Ejecutivos que estime necesarios para la reglamentación del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.
13. Regular y fiscalizar los planes de jubilaciones y pensiones privadas a que se refiere la Ley 10 de 16 de abril de 1993.

4. Las Direcciones de la Comisión

La Comisión cuenta con cinco direcciones y unidades directamente dedicadas a la ejecución de las funciones de regulación, supervisión y fiscalización del mercado de valores, divididas temáticamente según las actividades que desarrollan.

Dirección Nacional de Registro de Valores e Informes de Emisores

Es la dirección responsable del análisis de las solicitudes de autorización para el registro de ofertas públicas de valores, acciones de sociedades que cuenten con cincuenta o más accionistas domiciliados en Panamá que sean propietarios efectivos de no menos del diez por cien (10%) del capital pagado, valores listados en bolsas de valores y la operación de sociedades de inversión, es además responsable de recibir información periódica de los emisores registrados y ofertas públicas de adquisición.

Dirección Nacional de Mercados y Fiscalización

Es la responsable de controlar los procesos de inicio de actividad de todos los agentes o sujetos que realizan labores de intermediación en el mercado. Recibe y analiza las solicitudes para operar como corredor de valores, asesor de inversión, casa de valores, administrador de inversiones, analista o ejecutivo principal y bolsas de valores o centrales de valores. Gestiona los procesos necesarios para la realización de exámenes y concesión de licencias a personas naturales. También Gestiona los procesos de cancelación de licencia de actividad a entidades del mercado de valores.

También será responsable de la realización de las funciones de análisis e inspección de los sujetos que realizan intermediación de valores en el mercado. Supervisa activamente a las casas de valores, asesores de inversión, corredores de valores, administradores de inversión, analistas, ejecutivos principales y organizaciones autorreguladas, revisándose tanto la información general como aquella de índole financiero, e identificando cualquier posible acción adicional de inspección o investigación de los agentes supervisados. Diseña, programa y ejecuta las inspecciones e investigaciones a los diferentes agentes del mercado, tanto periódicas como puntuales para la investigación de un tema concreto.

Dirección Nacional de Asesoría Legal

Asesora a nivel superior a todas las direcciones de la Comisión en aspectos jurídicos, participando activamente en la resolución de los procesos de cada área. Colabora activamente con el resto de direcciones en la elaboración de los reglamentos y acuerdos relativos a la materia de valores y su mercado (proyectos de ley, decretos, acuerdos, resoluciones, etc.). Dirige los litigios en los que interviene la Comisión. Atiende y absuelve las consultas jurídicas diarias que presentan los usuarios del mercado ante la Comisión. Gestiona y verifica lo concerniente al tema de prevención del blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo de los sujetos con licencia expedida por la Comisión para lo cual mantiene una estrecha coordinación con la Dirección Nacional de Mercados y Fiscalización a efectos de las inspecciones necesarias.

Unidad Técnica de Pensiones

Trabaja en el desarrollo de las condiciones necesarias para garantizar la solidez, la viabilidad y la credibilidad del sistema complementario de pensiones privadas en Panamá. Su función es la de fiscalizar los siguientes planes y fondos: 1. Planes y Fondos de Pensiones y Jubilación Privados. (Establecidos mediante Ley 10 de 16 de abril de 1993); 2. Planes y Fondos Privados de Empresas (establecidos al amparo del artículo 27, literal (a) del Decreto Ejecutivo 170 de 1993); 3. Fondos de Cesantía (de acuerdo a lo dispuesto en el Decreto Ejecutivo 106 de 25 de diciembre de 1995; y 4. Otros fondos y planes de pensiones, cuya supervisión fiscalización o registro sean asignados a la Comisión Nacional de Valores.

Unidad de Educación al Inversionista

Las función primordial de la Unidad de Educación al Inversionista es orientar, educar y proteger a los inversionistas y al público en general sobre la importancia del mercado de valores. La Unidad se propone promover honestidad y justicia en los servicios y productos financieros ofrecidos en nuestro mercado. Igualmente debe Mantener una estrecha relación de colaboración con el inversionista de tal modo que se pueda trabajar para alcanzar la protección mediante la información necesaria. Esto incluye aumentar la confianza en el mercado, promover el desarrollo del mercado e incentivar la inversión en el mercado de valores.

Identificar las necesidades, problemas y riesgos de los inversionistas mediante la implementación de un programa de educación al inversionista.

Este programa estará dedicado a orientar al inversionista o potencial inversionista sobre los aspectos que debe considerar y analizar antes de tomar una decisión de inversión e incluirá alertas sobre los riesgos que implican las inversiones y que el inversionista pueda detectar o identificar y que su selección de la inversión esté basada en la cantidad disponible a invertir, la duración, el riesgo, las necesidades de liquidez, objetivos de inversión y los mecanismos u opciones con que cuenta dentro del mercado.

Debe dedicarse a la implementación de mecanismos e instrumentos para la consecución de sus objetivos como lo son campañas de educación a nivel nacional, programas radiales y televisivos, exposiciones de corta duración en escuelas y universidades.

Capítulo IV

Desarrollo y Reglamentación del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999

1. Acuerdos y Decretos

Siendo el Decreto Ley de valores una Ley marco, requiere del desarrollo reglamentario suficiente que haga efectivo el ejercicio de la función reguladora y fiscalizadora del mercado de valores. Es por esto que dicho Decreto Ley puede ser reglamentado a través de Decretos Ejecutivos, dictados por Organo Ejecutivo o bien desarrollado a través de Acuerdos dictados por la propia Comisión.

Un Acuerdo es toda decisión de aplicación general¹⁴ que adopte la Comisión. Estos Acuerdos se limitan a poner en ejecución, en lo administrativo, al Decreto Ley de valores y a permitir que la Comisión ejerza las facultades que este le otorga. No obstante, estos Acuerdos no pueden contravenir las disposiciones del Decreto Ley de valores ni los reglamentos que dicte el Organo Ejecutivo sobre la materia.

2. Del procedimiento administrativo para la adopción de Acuerdos

Cuando la Comisión Nacional de Valores contempla adoptar, reformar o revocar un Acuerdo o bien recomendar al Organo Ejecutivo la adopción de un Decreto Ejecutivo que desarrolle el Decreto Ley de valores, debe seguir un procedimiento de consulta al público en general, y en algunas ocasiones deberá celebrar audiencias públicas con las personas interesadas en participar de la elaboración de dicho Acuerdo o Decreto.

La función primordial de las consultas y audiencias es la de permitir que las empresas del mercado, los emisores, las organizaciones autorreguladas (bolsas y centrales), otras instituciones gubernamentales, y en fin todo el público interesado pueda emitir su opinión y aportar lo que a bien considera en aras de que la reglamentación de las actividades del mercado sea eficiente en cuanto a su futura aplicación.

El procedimiento de adopción de Acuerdos que debe seguir la Comisión Nacional de Valores debe cumplir necesariamente ciertas etapas a efectos de la exigencia consultiva

¹⁴ Es decir de obligatorio cumplimiento por parte de todos los agentes del mercado afectados por el ámbito de aplicación establecido en el propio Acuerdo.

que establece el Decreto Ley de valores. En este sentido la Comisión debe cumplir con los siguientes pasos:

1. La Comisión debe publicar un aviso convocando al proceso de consulta pública, el cual debe ser publicado en dos diarios de circulación nacional, por lo menos 15 días antes de la fecha en que se propone adoptar la decisión o bien la recomendación al Organo Ejecutivo. Dicho aviso debe contener al menos lo siguiente:
 - a. Una declaración general de la naturaleza de la acción que se contempla adoptar, un resumen de los principales términos de dicha acción y una explicación de las razones que motivan dicha acción.
 - b. El fundamento legal en que se basa la acción que se contempla adoptar.
 - c. Una indicación de que cualquier persona interesada podrá obtener una copia del texto de la acción propuesta por la Comisión (el costo de las copias debe ser cubierto por el interesado).
 - d. El nombre y la dirección del funcionario de la Comisión a quién se deban enviar los comentarios, el plazo dentro del cual éstos serán recibidos (que no debe ser menor de 15 días a partir de la publicación del aviso) y la fecha, la hora y el lugar en que se celebrará una audiencia pública para la consideración de la acción propuesta, en aquellos casos en que la Comisión considere apropiado la celebración de una audiencia.
2. La Comisión debe recibir los comentarios y propuestas sobre la acción a tomar de toda persona interesada que los hubiere realizado, y dicha persona tendrá derecho a ser oída en audiencia pública en caso de que la Comisión decida celebrarla.
3. Una vez que se haya cumplido el plazo para realizar comentarios y que la Comisión haya dado la debida consideración a los comentarios que se hubiesen recibido, esta podrá adoptar la acción contemplada, habiendo realizado las modificaciones que considerara necesarias.
4. No obstante lo anterior, si la acción que pretende adoptarse es significativamente distinta o impone más restricciones que las contempladas en la acción sometida a consulta pública la Comisión deberá someter la acción nuevamente a dicho proceso.

3. La Audiencia Pública

Las audiencias con el público en general, no son obligatorias, no obstante atendiendo a la complejidad del tema, la trascendencia para el mercado o bien en base a un estimado de comentarios escritos sobre la acción que se pretende adoptar, los Comisionados podrán decidir celebrarlas en aras de que exista la mayor claridad posible en la implementación del Acuerdo en cuestión.

Las audiencias celebradas con el público en general con respecto a la adopción de un Acuerdo, siempre serán públicas y deben ser presididas al menos por un Comisionado. Debe llevarse además un acta de todo lo acontecido en dichas audiencias para que puedan ser consultadas por el público posteriormente.

4. La adopción por urgencia

Cuando existan situaciones de urgencia que impliquen algún tipo de peligro para el público inversionista, que por tanto requieran de acción inmediata, la Comisión podría adoptar Acuerdos sin tener que cumplir con el procedimiento antes descrito.

Este procedimiento de urgencia está limitado únicamente a aquellos acuerdos que sean necesarios para prevenir, evitar o minimizar el peligro existente para el público inversionista. No obstante una vez promulgado el Acuerdo por urgencia, la Comisión debe necesariamente someterlo con posterioridad al proceso de consulta pública previamente explicado.

5. Publicación y entrada en vigencia de los Acuerdos

Una vez adoptados, la Comisión debe publicar dichos Acuerdos en la Gaceta Oficial, los cuales entrarán en vigencia a partir de su publicación. No obstante la Comisión puede establecer una fecha distinta para su entrada en vigencia.

6. Opiniones de la Comisión

Las Opiniones representan la posición administrativa que tiene la Comisión con relación a la aplicación de una disposición específica del Decreto Ley de valores o incluso de alguno de los Acuerdos por la Comisión adoptados. Las opiniones de la Comisión podrán ser de oficio o bien por la solicitud de la parte interesada.

Siendo las Opiniones documentos de dominio público y que además forman parte integrante de los reglamentos que desarrollan el Decreto Ley de valores, en el año 2000, mediante Opinión de Oficio No. 17 de 9 de octubre, la Comisión sentó su posición administrativa en torno a la forma y contenido en la presentación de consultas ante la Comisión Nacional de Valores, por parte de particulares tendientes a establecer la posición administrativa de la Comisión en cuanto a la aplicación de una disposición específica del Decreto Ley de valores o de sus reglamentos a un caso particular.

La Opinión No. 17 tiene la finalidad de coadyuvar a uniformar la estructuración de la presentación de Opiniones ante la Comisión, para así generar una mejor comprensión y entendimiento de las Opiniones por parte del público en general y simplificar a su vez la interacción entre la Comisión y los usuarios.

En esta opinión la Comisión determinó cual debía ser el contenido, en cuanto a forma y fondo de las solicitudes de Opinión que los particulares formularan, indicando que deben contener lo siguiente:

1. Estar elaboradas en papel blanco, tamaño legal, habilitado con cuatro balboas (B/. 4.00) en timbres.
2. Deben contener plena identificación de la persona que presenta la consulta mediante el señalamiento de su nombre completo, cédula de identidad personal o pasaporte en caso de ser extranjero, profesión, número de teléfono donde pueda ser contactada, dirección física o domicilio legal del solicitante. Si el presentante de la consulta es una persona jurídica debe formular la misma por medio de un apoderado legalmente constituido y acompañarla de la certificación de Registro Público en donde conste la existencia, vigencia y representación legal de la sociedad.
3. Ser dirigida a los Comisionados de la Comisión Nacional de Valores.
4. Establecer el punto o tema objeto de la consulta, así como señalamiento expreso de las normas legales cuyo alcance, contenido e interpretación estén siendo consultadas.
5. Expresar la posición, opinión o criterio del solicitante de la consulta en torno al punto o tema objeto de la consulta y fundamento legal de su posición.

Establece además la Opinión No. 17 que “la Comisión Nacional de Valores sólo absolverá aquellas consultas que versen, se refieran o guarden relación con normas legales

o situaciones actuales que estén contempladas en el ámbito de jurisdicción que el Decreto Ley de valores le concede. En el evento que la consulta presentada no esté bajo la competencia de esta Comisión, se procederá a remitir a la persona que presentó la consulta a la autoridad que posea competencia sobre las normas legales o situaciones actuales consultadas”.

Referencias

1. Leyes

Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 artículos: 1, 10, 257, 258, 259, 260, 261 y 262

2. Opiniones

Opinión No. 17-2000 de 9 de octubre de 2000.

SEGUNDA PARTE

DE LOS SUJETOS QUE ACTÚAN EN EL MERCADO DE VALORES

Capítulo I

Organizaciones Autorreguladas

1. A qué sujetos se les considera organización autorregulada

Son organizaciones autorreguladas conforme a nuestra legislación, las bolsas de valores y las centrales de valores. Se les denomina autorreguladas puesto que poseen y administran sus propias reglas internas, que deben ser respetadas por sus miembros, los cuales podrán ser sancionados por la organización a la que pertenezcan.

2. Bolsas de Valores

2. 1 Historia de las Bolsas¹⁵:

Aparecen las bolsas de valores como resultado de la evolución del tráfico mercantil cuando los mercaderes no necesitaban ya llevar consigo la mercadería a enajenar y por ello pueden prescindir de los depósitos, reemplazando tales mercaderías con sus muestras¹⁶. Su origen formal como mercados organizados se atribuye a las ferias medievales de Europa Occidental celebradas a finales del siglo XV. En estas ferias se realizaban transacciones sobre títulos valores y sobre valores mobiliarios. Sin embargo el término bolsa se adopta en la ciudad de Brujas (Brugges), Bélgica, concretamente derivado de la familia de banqueros Van der Bursen, en cuyo palacio se organizó un mercado de compra venta de títulos valores.

En 1460 se creó la Bolsa de Amberes como primera institución bursátil en sentido moderno. Era una bolsa general que reunía a los mercaderes de distintas nacionalidades, quienes realizaban transacciones y cotizaban objetos con cierto valor. Posteriormente, se creó la Bolsa de Londres en 1570 que para el siglo XVIII pasa a ser el principal mercado de capitales del mundo oficializándose como mercado en 1802, en el cual se especulaba con acciones de algunas pocas compañías industriales y mineras.

Luego en 1792 se organiza la bolsa de Nueva York (New York Stock Exchange), siendo ésta la primera en el continente americano. Luego en un local ubicado en la calle 40 en

¹⁵ Información obtenida de los sitios Web: www.bolsamadrid.es ; www.caracasstock.com ; www.fofisa.com y www.nyse.com .

¹⁶ Op cit. HALPERINI. Curso de Derecho Comercial. p. 126.

Wall Street (para el año 1817), comenzó a operar oficialmente la que es la bolsa de valores más grande del mundo.

2.2 Las Bolsas en Panamá

En nuestro país no es hasta el 26 de junio de 1990, que inicia operaciones la primera bolsa de valores, surgiendo con el objetivo de operar un “mecanismo centralizado de negociación en donde confluyesen libremente las fuerzas de oferta y demanda de valores, bajo los preceptos de transparencia y equidad”¹⁷ único mercado organizado existente hasta ahora, el cual ha demostrado un acelerado crecimiento desde entonces, cuando las condiciones del mercado así lo han permitido.

2.3 ¿Qué son las bolsas de Valores de Acuerdo a Nuestra Legislación?

Una bolsa de valores, de acuerdo a nuestra legislación es toda persona que mantenga y opere instalaciones donde converjan personas para negociar valores o bien un sistema, ya sea mecánico, electrónico o de otro tipo, que permita negociar valores mediante la conjunción de oferta de compra y de venta¹⁸.

Las bolsas de valores son por tanto aquellas que facilitan la plataforma y mecanismos de negociación, para que concurran libremente la oferta y demanda de valores e instrumentos financieros. Por tanto su función principal es la de agrupar, a manera de mercado organizado, las transacciones sobre valores que se encuentren listados en ella.

Contrario a lo que muchos creen, pueden existir en una misma plaza varias bolsas que compitan entre sí o bien que negocien de forma especializada y específica ciertos tipos de valores¹⁹, siempre que obtengan la debida autorización otorgada por la Comisión Nacional de Valores. En nuestro país en la actualidad solo existe una sociedad con licencia de bolsa de valores²⁰.

2.4. Tipos de Bolsa

¹⁷ Para mayor información consultar el sitio Web: www.panabolsa.com

¹⁸ Ver artículo 1 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.

¹⁹ Generalmente existen varias bolsas en plazas con mercados grandes y con niveles de capitalización mayores. Incluso pueden existir diversas bolsas especializadas que negocien diferentes tipos de valores.

²⁰ Para más información consultar el sitio Web www.panabolsa.com

Existen diversos tipos de bolsas o mercados organizados, siendo la clasificación más común la de las bolsas tradicionales y los mercados extrabursátiles o mercados *over the counter* (OTC).

Las Bolsas tradicionales son aquellas en las que las transacciones se realizan a viva voz ya que en ella convergen físicamente los corredores de valores para realizar las ofertas de compra y venta de valores en lo que se denomina el corro de la bolsa o piso de negociación (trading floor).

Por su parte los mercados extrabursátiles o mercados *over the counter* (OTC) son aquellos en los que se negocian valores de empresas no listadas en una bolsa de valores organizada. Son mercados electrónicos en los cuales las transacciones no se realizan a viva voz, sino a través de estaciones de trabajo o computadores dedicados a la negociación.

Asimismo las bolsas pueden diferenciarse según el tipo de valores que en ellas se negocian, por ejemplo existen mercados especializados en la negociación de valores de renta fija²¹; mercados especializados en la negociación de renta variable²²; en la negociación de deuda pública, o bien en la negociación de instrumentos derivados (opciones y futuros)²³.

3. Centrales de Valores:

Las centrales de valores son aquellas personas que prestan comúnmente los servicios de custodia de los valores emitidos, así como el de compensación y liquidación de las transacciones realizadas en los mercados organizados²⁴.

²¹ Se le denomina renta fija a los instrumentos de deuda cuyo rendimiento es establecido de forma específica, generalmente a través de un interés *fijo*, también existen los denominados *bonos cupón cero* que son bonos que no pagan ningún cupón (intereses) hasta su vencimiento y se emiten a descuento, o bien aquellos que pagan un interés variable calculado en base a un cantidad e puntos porcentuales sobre una tasa de referencia (ej. *Libor*, *euribor*). En cualquier caso se conoce el rendimiento de la inversión realizada y de ahí su nombre.

²² Se refiere a instrumentos de capital (acciones) ya que no se conoce cual será el rendimiento de los mismos, siendo imposible determinar con certeza si una empresa repartirá utilidades.

²³ Los instrumentos derivados son instrumentos financieros, generalmente contratos que estipulan que las partes se comprometen a comprar o vender, en una fecha futura, un bien determinado que puede ser físico (*commodities*), monedas e instrumentos financieros, a un precio específico, en un momento específico con independencia del precio de mercado. Existen mercados organizados en los que se negocian instrumentos derivados (opciones y futuros) sobre instrumentos de renta fija y también mercados organizados en los que se negocian exclusivamente instrumentos derivados sobre productos y mercaderías.

²⁴ Para mayor información sobre centrales de custodia, compensación y liquidación puede consultar los sitios Web www.latinclear.com ; www.euroclear.com o www.pershing.com .

Las centrales de valores cumplen una función de garantía respecto al cumplimiento de las operaciones realizadas en los mercados de valores, en este sentido garantizan el cumplimiento de las prestaciones²⁵ derivadas de la contratación en los mercados.

Una central de valores de acuerdo a nuestra legislación es toda persona que realice cualquiera de las siguientes actividades:

1. Mantenga registros de transacciones en valores con el propósito de compensar y liquidar derechos creados por dichas transacciones.
2. Mantenga registros de traspasos de valores y de garantías otorgadas sobre éstos con el propósito de establecer derechos de propiedad y de garantía de dichos valores.
3. Mantenga certificados de valores depositados con el propósito de hacer posible el traspaso de dichos valores mediante el mecanismo de anotaciones en cuenta²⁶.

No se consideran centrales de valores a las casas de valores, a los miembros de organizaciones autorreguladas ni a las instituciones bancarias o financieras, cuando realicen una o más de estas actividades de forma incidental al giro ordinario de sus negocios.

Asimismo no se considerará como centrales de valores a los agentes de registro y traspasos de emisores. La Comisión podrá excluir expresamente a cualquier persona respecto de la definición de central de valores.

4. Actividades Permitidas a las Organizaciones Autorreguladas

Las organizaciones autorreguladas solo podrán dedicarse a las actividades que están descritas en la Ley de valores (indicadas en las definiciones previamente dadas). No obstante también podrán llevar a cabo todas las actividades accesorias o celebrar todo tipo de actos o negocios jurídicos que para el cumplimiento de sus funciones se precisen.

Entre las actividades accesorias permitidas a las autorreguladas están las de:

²⁵ Generalmente la entrega del valor como contrapartida del pago del precio del mismo. Sin embargo podría referirse a la devolución de ciertos valores en caso de préstamo y otros.

²⁶ Los títulos físicos son cada vez menos frecuentes en nuestros mercados, los cuales son desmaterializados y registrados en forma de anotaciones en cuenta, en este sentido indica CACHÓN BLANCO (op. cit. p. 132) que las anotaciones en cuenta “constituyen un sistema de representación de valores, basado en cuentas, similares a las de contabilidad, gestionando informáticamente, que permite detallar quiénes son los titulares de los valores y cuántos valores corresponden a cada uno”.

1. Prestar el establecimiento de sistemas de canalización de órdenes y otros sistemas técnicos informáticos para los miembros o entidades directamente interesadas en el mercado, como los emisores, difusión de información.
2. Organización de estudios de mercado, análisis y estudios económico-financieros, publicaciones relativas al mercado de valores o financieras, así como capacitación de personal.
3. Todas las que se encuentren comprendidas dentro de las definiciones y actividades que le permite la regulación de valores vigente.

La Comisión puede de considerarlo necesario para la protección de los intereses del público inversionista o para el funcionamiento eficiente del mercado, establecer limitaciones de carácter general a las actividades y servicios prestados por las Organizaciones Autorreguladas.

También podrá hacerlo siempre que considere que los medios personales y técnicos no son los adecuados para el preciso y eficiente desempeño de sus funciones.

5. Licencia Obligatoria para Autorreguladas

Todas las personas que deseen ejercer las actividades y servicios propios de organizaciones autorreguladas en nuestro país deben obtener previamente la respectiva licencia de la Comisión Nacional de Valores.

6. Solicitud de Licencia

Las personas que deseen obtener la correspondiente licencia de Organización autorregulada, deben presentar una solicitud que contenga la información y la documentación para comprobar que dicha persona cumple con los requisitos necesarios para el otorgamiento de dicha licencia y la operación del negocio. Dicha solicitud debe contener lo siguiente:

1. Nombre que se solicita para la organización autorregulada.
2. Datos previstos para la constitución de la sociedad.
3. El domicilio legal del solicitante.

4. Dirección exacta del lugar donde llevará a cabo sus operaciones o sucursales, en caso de existir tales.
5. Aportaciones de capital previstas para su constitución.

7. Requisitos que deben cumplir para obtener y mantener la licencia

1. Dedicarse en exclusiva a sus actividades propias previstas en el Decreto Ley de valores y los Acuerdos sobre la materia y a las demás accesorias o complementarias.
2. Ser persona jurídica, la que en todo caso, debe ser de duración indefinida y sus acciones deben ser nominativas. Debe contar, además con un capital neto libre de gravámenes de doscientos cincuenta mil balboas (B/. 250,000).
3. Contar con una junta directiva formada por no menos de cinco miembros, de los cuales al menos un treinta por cien (30%) debe tener conocimiento y experiencia relacionada al mercado de valores y al sector financiero. Todos ellos serán personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional, debiendo poseer, al menos la mayoría, conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores o el sector financiero en general. Tal honorabilidad, conocimientos y experiencia serán exigibles también en los demás ejecutivos principales de la entidad, así como, en las personas naturales que representen a las personas jurídicas en las juntas directivas. Se entenderá que tienen honorabilidad comercial y profesional quienes hayan venido observando una trayectoria personal de respeto a las leyes mercantiles u otras que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales y financieras. En todo caso, se entenderá que carece de tal honorabilidad quien esté incurso en una causa de incapacidad para ocupar cargos, de acuerdo con lo previsto en la ley de valores y sus disposiciones de desarrollo. Poseen conocimientos y experiencia adecuados para ejercer sus funciones quienes hayan desempeñado, durante un plazo no inferior a dos años, funciones como ejecutivos principales o funciones de similar responsabilidad en otras entidades públicas o privadas de dimensión, al menos, análoga a la entidad a la que se pretenda acceder.
4. Contar con una buena organización administrativa y contable y medios técnicos y humanos adecuados para prestar los servicios incluidos en su programa de actividades, y para cumplir y fiscalizar que sus directores, dignatarios, empleados y sus miembros, así como los corredores, cumplan, con las disposiciones de el Decreto Ley de valores y disposiciones de desarrollo, así como que tengan establecidos procedimientos de control interno y de seguridad en el ámbito

informático que garanticen la gestión sana y prudente de la entidad. En especial, la junta directiva debe establecer normas de funcionamiento y procedimientos adecuados para facilitar que todos sus miembros puedan cumplir en todo momento sus obligaciones y asumir las responsabilidades que les corresponden de acuerdo con el Decreto Ley de valores y demás disposiciones legales y reglamentarias aplicables. Cuando la entidad pretenda prestar servicios por medios telemáticos debe disponer de los medios adecuados para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio prestado, y para el adecuado cumplimiento de las normas sobre blanqueo de capitales, de conducta, de control interno y de evaluación de riesgos, y para el correcto desarrollo de las normas de supervisión e inspección de la Comisión. Para obtener la licencia será suficiente que la persona o entidad cuente con los medios personales y técnicos y la organización administrativa. Para iniciar las operaciones, debe contar con los medios y organización prevista para realizar las actividades establecidas en su programa de actividades.

5. Las normas de organización, operación y funcionamiento de la organización autorregulada, deben cumplir con las normas previstas en el Decreto Ley de valores, y contar con los medios precisos para obtener y manejar dicha función.
6. Con un código de conducta en el que, de modo expreso, se prevea el régimen de operaciones personales de los dignatarios, directores, ejecutivos principales, empleados y apoderados, así como la regulación de demás aspectos contemplados en el Decreto Ley de valores.
7. Tener su domicilio social, así como su efectiva administración y dirección, en el territorio de la República de Panamá.
8. Cumplir con los demás requisitos establecidos por el Decreto Ley de valores y sus Acuerdos para el otorgamiento de la correspondiente licencia y la operación del negocio.

8. Documentos a aportar con la Solicitud

La respectiva solicitud de licencia de organización autorregulada debe hacerse acompañar de los siguientes documentos:

1. Poder del abogado idóneo que tramitará la solicitud.

2. Pacto social y estatutos. Los pactos sociales deben inspirarse en los fines del mercado y en el interés común de los socios, y deben especificar:
 - a) Los acuerdos de sus órganos colegiados que precisen para su adopción, mayorías cualificadas.
 - b) Las eventuales limitaciones de la titularidad o ejercicio de los derechos sociales, especialmente los de voto, que, de acuerdo con la legislación mercantil aplicable, se establezcan, con el fin de evitar excesivas concentraciones del poder social.
3. Fotocopia de la cédula de identidad personal o pasaporte de los dignatarios y directores de la entidad.
4. Recibo de ingreso expedido por la Comisión Nacional de Valores en el cual conste el pago de la tarifa de registro correspondiente.
5. Relación de personas que hayan de integrar la junta directiva y de quienes hayan de ejercer como ejecutivos principales, con información detallada sobre la trayectoria y actividad profesional de todos ellos, que cubra un período, en el cual se detalle su experiencia, no menor a los cinco años.
6. Dos o más referencias bancarias y comerciales de la persona solicitante.
7. Dos o más referencias bancarias y personales de los directores, dignatarios y ejecutivos principales de la entidad.
8. Plan de negocios con proyecciones para los próximos dos años. El plan de negocios debe incluir:
 - a. Descripción de la organización administrativa y contable, instalaciones, medios técnicos y humanos adecuados a su programa de actividades, así como los procedimientos de control interno, de acceso y salvaguarda de los sistemas informáticos, acompañada, cuando fuere necesario, del correspondiente informe por un experto independiente.
 - b. Descripción de las actividades y servicios que vayan a prestarse anteriores a la fecha de presentación de la solicitud. En caso de existir directores suplentes se debe remitir la información correspondiente a los mismos.
9. Estados financieros certificados por un contador público autorizado independiente de los dos (2) últimos períodos fiscales el cual esté comprendido, al menos, por los requisitos establecidos en el Acuerdo sobre contenido y forma de los estados financieros. Si la sociedad solicitante no posee dos períodos fiscales de operación al momento de presentar la solicitud, debe presentar un balance general inicial de operaciones certificado por un contador público autorizado independiente, en el

cual consten proyecciones a dos años del balance de situación, flujo de fondos y estado de resultados.

10. Detalle de la experiencia de sus ejecutivos principales en el sector financiero.
11. Relación de las personas que vayan a ser propietarios efectivos de las acciones indicando el porcentaje de su participación. Cuando los propietarios de las acciones o participaciones tengan la consideración de personas jurídicas, se señalarán las participaciones en su capital que directa o indirectamente representen un porcentaje superior al cinco por cien (5%). Si se trata de personas naturales, aportará, información sobre su trayectoria y actividad profesional, y si se trata de personas jurídicas, sus pactos sociales e información financiera de los dos últimos ejercicios, la composición de sus juntas directivas y la estructura detallada del grupo de sociedades al que eventualmente pertenezcan.
12. Borrador de las normas internas de organización, funcionamiento y operación de la organización autorregulada, que debe cumplir con las normas previstas en el Decreto Ley de Valores y los Acuerdos sobre la materia.
13. Código de conducta en el que, de modo expreso, se prevea el régimen de operaciones personales de los dignatarios, directores, ejecutivos principales, empleados y apoderados, así como la regulación de demás aspectos contemplados en el Decreto Ley de valores y sus disposiciones reglamentarias.
14. Declaración jurada de los dignatarios, directores o ejecutivos principales con respecto al cumplimiento del artículo 50²⁷ de la Ley de Valores. Las cartas de referencia que deben incorporarse a la solicitud de licencia, sea para una persona natural o jurídica, deben emitirse por personas que no estén interesadas en la solicitud de la licencia o formen parte de sociedades afiliadas interesadas en ella. Tampoco se admitirán cartas de referencia personal redactadas por los asesores legales, auditores o personas que presten servicios profesionales a las personas a las que tales cartas se refieran. Las cartas de referencia deberán identificar las personas que las firman.

²⁷ Según este artículo no pueden obtener una licencia de ejecutivo principal, de corredor de valores o de analista las siguientes personas: 1. Aquellas que en los últimos diez años haya sido condenadas en la República de Panamá, o en una jurisdicción extranjera, por delitos contra el patrimonio, por delitos contra la fe pública, por delitos relativos al lavado de dinero, por delitos contra la inviolabilidad del secreto, por la preparación de estados financieros falsos o que hayan sido condenadas por cualquier otro delito que acarree pena de prisión de uno o más años, 2. Las que en los últimos cinco años se les hubiese revocado en la República de Panamá, o en una jurisdicción extranjera, una autorización o licencia necesaria para desempeñarse como miembro de una organización autorregulada, como una casa de valores, como un asesor de inversiones, como un administrador de inversiones, como un ejecutivo principal, como un corredor de valores o como un analista, 3. Las que hubiesen sido declaradas en quiebra.

La Comisión Nacional de Valores puede exigir a los promotores cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos para obtener la licencia.

Referencia

Leyes

Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, Artículos 1; 51 a 68; 151 a 174

Acuerdos

Acuerdo No. 7-2003 de 4 de julio de 2003

Capítulo II

Personas Sujetas a Licencia Otorgada por la Comisión

1. Casas de Valores y Asesores de Inversión

Las casas de valores representan el principal intermediario en los mercados de valores, y su actividad solo podrá ejercerse si se cuenta con la respectiva licencia otorgada por la Comisión²⁸. El término casa de valores se refiere a toda persona que se dedique al negocio de comprar y vender valores, ya sea por cuenta de terceros o por cuenta propia, actividad a la que deberá dedicarse en exclusiva con excepción del caso de bancos que cuenten con licencia para ejercer el negocio de banca, y con licencia para ejercer el negocio de casa de valores.

No obstante, aunque las casas de valores solo podrán dedicarse en exclusiva al negocio de casa de valores, también podrán prestar algunos servicios así como dedicarse a ciertas actividades que se consideran incidentales del negocio de casa de valores.

Con respecto a las casas de valores los negocios considerados incidentales son el manejo de cuentas de custodia, la asesoría de inversiones; la gestión discrecional e individualizada de cuentas de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversionistas; la mediación, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de las emisiones y ofertas públicas de ventas; la actuación como suscriptor o colocador de emisiones y ofertas públicas de venta; el manejo de cuentas de custodia, que podrá comprender, en su caso, la llevanza del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta; la administración de carteras o portafolios individuales de inversión; la ejecución de funciones inherentes a agencia de pago, registro y transferencia; el otorgamiento de préstamos de valores y de dinero para la adquisición de valores.

Otras actividades que pueden llevar a cabo las casas de valores siempre que así conste en su respectivo plan de negocios serán las del alquiler de cajas de seguridad, el asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas.

²⁸ La licencia de casa de valores es requerida con independencia de que dichas casas negocien con valores registrados en la Comisión o no.

La Comisión igualmente tiene facultades para restringir las actividades a las que podrá dedicarse una casa de valores cuando lo considere necesario para proteger los intereses del público inversionista.

Por su parte el asesor de inversiones es toda persona que por una remuneración, se dedica al negocio de asesorar a otros en cuanto a la determinación del precio de valores o la conveniencia de invertir, comprar o vender valores, o se dedica a preparar y publicar estudios o informes sobre valores.

No se consideran asesores de inversión y por tanto no están sujetos a la obtención de la correspondiente licencia, los contadores, abogados, profesores u otros profesionales, siempre que su asesoría de inversión sea meramente incidental con respecto al ejercicio de su profesión.

Tampoco son considerados como asesores de inversión los editores, productores, periodistas, escritores, revistas, publicaciones, televisoras, empresas de radio u otros medios de comunicación, siempre que emitan su criterio u opinión dentro el giro normal de su empleo o en el medio de comunicación y siempre que no tengan interés, directo o indirecto o no reciban comisiones o pagos sobre los valores sobre los cuales emitan criterio.

Un asesor de inversiones puede dedicarse además de a asesorar, al manejo de cuentas de custodia, de valores y dineros de los clientes, lo cual podrán hacer de forma discrecional²⁹ o no, no obstante en ningún caso un asesor de inversiones puede ofrecer cuentas de inversión, actividad permitida de forma exclusiva a las personas dedicada el negocio de casa de valores.

Los asesores de inversión tienen la obligación de dar asesoría competente a sus clientes y en aquellos casos en los que tengan facultad discrecional para manejar cuentas de inversión de un cliente, estarán en la obligación de emplear aquella diligencia y aquel cuidado que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios.

1.1. Requisitos Generales Aplicables para la obtención de Licencia de Casa de Valores y de Asesor de Inversiones

Para poder dedicarse al negocio de casa de valores o de asesor de inversiones, y por tanto obtener la correspondiente licencia, la persona que la solicite a la Comisión debe demostrar lo siguiente:

²⁹ Solo podrán hacerlo de forma discrecional cuando hayan sido autorizados expresamente por el inversionista y deberán mantener los dineros, o valores que administren en cuentas de inversión (en casas de valores) o en cuentas bancarias a nombre del cliente.

1. Demostrar que tiene la capacidad técnica, administrativa y financiera, y el personal necesario para: a. prestar los servicios para los cuales se solicita la licencia y b. para cumplir, y fiscalizar que sus directores, dignatarios y empleados cumplan, con las disposiciones del Decreto Ley de valores así como sus reglamentos y con las reglas de las organizaciones autorreguladas de las que sea miembro.
2. Cumplir con los requisitos establecidos por el Decreto Ley de valores y sus reglamentos para el otorgamiento de la correspondiente licencia y la operación del negocio.
3. Cumplir con los requisitos establecidos en el artículo 50 de Decreto Ley de valores y confirmar que sus directores y sus dignatarios los cumplen.
4. Cumplir con los requisitos establecidos en el artículo 49 del Decreto Ley de valores, de tratarse de una persona natural.
5. Presentar una solicitud que contenga la información y la documentación que prescriba la Comisión para comprobar que dicha persona cumple con los requisitos necesarios para el otorgamiento de dicha licencia y la operación del negocio.

1.2. Requisitos específicos para la Obtención y mantenimiento de Licencia de Casa de Valores

La persona que solicite el otorgamiento de una licencia de Casa de valores debe cumplir las siguientes condiciones para obtenerla y conservarla:

1. Dedicarse en exclusiva a actividades propias del negocio de Casa de valores y en particular, a aquellas señaladas en su Plan de Negocios.
2. Si es persona jurídica, su pacto constitutivo debe prever lo siguiente:
 - a. Su objeto social debe ser adecuado a las actividades propias del negocio de casa de valores, según se definen en el Decreto Ley de valores.
 - b. La duración de la sociedad tiene que ser perpetua.
 - c. El capital social deberá ser adecuado a los requerimientos de patrimonio total mínimo pagado establecido por la Comisión y las acciones que lo representen podrán ser emitidas únicamente en forma nominativa.
 - d. Los libros de comercio y otros exigidos por la legislación mercantil tienen que ser llevados y mantenidos en la República Panamá.

- e. Sus directores no podrán ser otras personas jurídicas.
3. Contar con una junta directiva o su equivalente formada por no menos de tres miembros, todos ellos personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional. Al menos una tercera parte de los miembros de la junta directiva debe tener además conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores o el sector financiero en general.

Se entenderá que tienen honorabilidad comercial y profesional quienes hayan venido observando una trayectoria personal de respeto a las leyes mercantiles u otras que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales y financieras.

Se entenderá que poseen conocimientos y experiencia adecuados quienes hayan desempeñado, durante un plazo no inferior a dos años, funciones como ejecutivos principales o funciones de similar responsabilidad en otras entidades públicas o privadas.

4. Contar con la cantidad de ejecutivos principales que el volumen de negocios de la casa demande, quienes deben contar con las correspondientes licencias expedidas por la Comisión. Toda casa de valores tiene que nombrar al menos a una persona como ejecutivo principal.

A los efectos de la definición de ejecutivo principal, y de conformidad con lo establecido en el artículo 1 del Decreto Ley de valores se entenderá que desempeñan responsabilidades claves el gerente general, el oficial de cumplimiento, así como las demás personas que tengan cargos ejecutivos de dirección y operación del negocio de la entidad. El hecho de ser dignatario o miembro de la junta directiva no determinará por sí mismo el tener el carácter de ejecutivo principal. Serán también considerados ejecutivos principales las demás personas que presten funciones de alta administración, dirección, estrategia, control o asesoramiento a la entidad. La Comisión podrá requerir a cualquier persona dentro de una casa de valores que realice funciones de esta naturaleza que obtenga la licencia correspondiente.

Los requerimientos de honorabilidad, conocimientos y experiencia a que se ha referido el numeral anterior serán igualmente exigibles al ejecutivo principal o ejecutivos principales de la entidad.

5. Contar con la cantidad de corredores de valores que el volumen de negocios de la casa demande, quienes tendrán que contar con las correspondientes licencias

expedidas por la Comisión. Toda casa de valores debe nombrar al menos a una persona como corredor de valores.

6. Contar con un oficial de cumplimiento, quien tendrá que ser titular de una licencia de ejecutivo principal expedida por la Comisión, y con los manuales y reglamentos que sean necesarios y requeridos para que la casa cumpla con las medidas de prevención de blanqueo de capitales, según las leyes aplicables y los acuerdos que haya dictado la Comisión.
7. Contar con una organización administrativa y contable y medios técnicos y humanos adecuados para prestar los servicios incluidos en su plan de negocios, y para cumplir y fiscalizar que sus directores, dignatarios y empleados cumplan, con las disposiciones del Decreto Ley de valores y sus disposiciones de desarrollo, así como que tengan establecidos procedimientos de control interno y de seguridad en el ámbito informático que garanticen la gestión sana y prudente de la entidad.

En caso de que la entidad solicitante sea afiliada o subsidiaria de un grupo económico, la Comisión podrá autorizar que compartan de forma permanente o temporal oficinas, equipo y personal, circunstancia que debe quedar debidamente documentada mediante contratos de arrendamiento, servicios administrativos (incluyendo mantenimiento de registros, soporte informático), servicios profesionales, y todos los demás que fueran necesarios para la acreditación de que cuenta con la organización administrativa necesaria para el desarrollo del negocio.

En especial, debe establecer normas de funcionamiento y procedimientos adecuados para facilitar que todos sus miembros puedan cumplir en todo momento sus obligaciones y asumir las responsabilidades que les corresponden de acuerdo con el Decreto Ley de valores, y demás disposiciones legales y reglamentarias aplicables, incluidas a título meramente indicativo y sin que la mención sea excluyente todas las obligaciones referentes a la confidencialidad de los clientes y sus cuentas y las medidas para prevenir el uso indebido de información privilegiada. Cuando la solicitante de la licencia haya incluido en su plan de negocios la prestación de servicios por medios remotos o electrónicos, tendrá que disponer de los medios para garantizar la seguridad, fiabilidad, confidencialidad y capacidad del servicio prestado y para el adecuado cumplimiento de las normas sobre blanqueo de capitales, de conducta, de control interno y de evaluación de riesgos y para el correcto desarrollo de las normas de supervisión e inspección de la Comisión Nacional de Valores.

Para obtener la licencia será necesario que la persona o entidad cuente con los medios personales y técnicos y la organización administrativa que sea suficiente

- para iniciar las operaciones y actividades establecidas en el plan de negocios, e iniciar efectivamente tales operaciones dentro del plazo de tres meses contados a partir de la fecha en que se le notifique de la Resolución que otorga la licencia.
8. Presentar oportunamente los estados financieros interinos y auditados que fueran exigidos de conformidad con los acuerdos aplicables, así como cualquier otro reporte específico que adopte la Comisión mediante Acuerdo.
 9. Adoptar y mantener en funcionamiento un reglamento interno de conducta, conforme lo previsto en el Acuerdo No. 5-2003 de la Comisión Nacional de Valores, en el que de modo expreso, se prevea el régimen de operaciones personales de los dignatarios, directores, ejecutivos principales, empleados y apoderados, así como los procedimientos y mecanismos internos que sean necesarios y pertinentes al cumplimiento del Decreto Ley de valores y sus acuerdos de desarrollo.
 10. Mantener actualizada toda la información que sobre la casa de valores ha sido presentada a la Comisión, incluyendo pero sin limitarse al personal con el que cuenta, recursos técnicos, tipos de servicios y productos que presta a sus clientes.
 11. Tener su domicilio social y comercial, su efectiva administración y dirección, así como los documentos, libros y registros de acciones, en el territorio de la República de Panamá.
 12. Obtener las demás autorizaciones y registros que la legislación mercantil general requiera para la prestación de servicios.
 13. Mantenerse al día en el pago de la tarifa de supervisión que les corresponda.
 14. Cumplir con los demás requisitos establecidos por el Decreto Ley de valores y sus acuerdos para el otorgamiento de la correspondiente licencia y la operación del negocio.

1.3. Solicitud de licencia

Debe solicitarse a la Comisión el otorgamiento de la correspondiente licencia, solicitud que debe contener información y documentación precisa para comprobar que dicha persona cumple con los requisitos necesarios para el otorgamiento de dicha licencia y la operación del negocio.

La solicitud de licencia de casa de valores contendrá la siguiente información:

1. Razón social del solicitante.
2. Nombre comercial en caso de que difiera del nombre o razón social.
3. Datos de constitución de la sociedad. Tratándose de sociedades constituidas en jurisdicciones extranjeras, debe hacer la correspondiente inscripción en el Registro Público, en calidad de sociedad extranjera.
4. Domicilio legal del solicitante.
5. Dirección exacta del establecimiento donde llevará a cabo sus operaciones y las de sus sucursales, en caso de existir tales.
6. Capital social autorizado y patrimonio total pagado de la sociedad.
7. Identificación de la persona o personas que se nombren como ejecutivos principales (mínimo una persona), que tendrá que contar con la correspondiente licencia de ejecutivo principal. En caso de que la persona designada como ejecutivo principal de la solicitante no sea titular de la licencia correspondiente a tal cargo, será admisible su designación únicamente si a la fecha de presentación de la solicitud de licencia de casa de valores ya ha aprobado el examen de conocimiento requerido para la misma. En tal caso, el trámite correspondiente a la licencia de ejecutivo principal se puede surtir al mismo tiempo que el de licencia de casa de valores, pero su concesión queda condicionada a la concesión de licencia de casa de valores.
8. Identificación de la persona o personas que se nombren como corredores de valores (mínimo una persona), que tendrá que contar con las licencias correspondientes. En caso de que la persona designada como corredor o analista de la solicitante no sea titular de la licencia correspondiente a tal cargo, será admisible su designación únicamente si a la fecha de presentación de la solicitud de licencia de casa de valores ya ha aprobado el examen de conocimiento requerido para la misma. En tal caso, el trámite correspondiente a la licencia de corredor o analista se podrá surtir al mismo tiempo que el de licencia de casa de valores, pero su concesión quedará condicionada a la concesión de licencia de casa de valores.
9. Identificación de la persona que se nombre como oficial de cumplimiento, quien tendrá que contar con licencia de ejecutivo principal. En caso de que la persona designada como oficial de cumplimiento de la solicitante no sea titular de la licencia correspondiente a tal cargo, será admisible su designación únicamente si a la fecha de presentación de la solicitud de licencia de casa de valores ya ha aprobado el examen de conocimiento requerido para la misma. En tal caso, el trámite correspondiente a la licencia de ejecutivo principal se podrá surtir al mismo tiempo

que el de licencia de casa de valores, pero su concesión quedará condicionada a la concesión de licencia de casa de valores.

10. Fecha en que proyecta iniciar operaciones. Este inicio de operaciones debe realizarse en un plazo máximo de tres meses, de lo contrario la Comisión puede determinar la revocación de la respectiva licencia.
11. Nombres de los propietarios efectivos que tengan control de la casa de valores y presentación de la composición accionaria de la sociedad solicitante, en el formulario DMI-2³⁰
12. Tratándose de una sociedad que es o será subsidiaria o afiliada dentro de un grupo económico, identificación de su posición dentro del grupo económico y de la sociedad bajo la cual consolida, de conformidad con las normas sobre forma y contenido de los estados financieros que deben presentar las personas registradas o sujetas a reporte ante la Comisión.
13. Los servicios específicos que prestaría dentro del giro de actividades para el cual solicita licencia, los cuales deben ser detallados en el plan de negocios.
14. Declaración de las relaciones de corresponsalía que de conformidad con el artículo 31 del Decreto Ley de valores y el Acuerdo No. 2-2004, tenga o vaya a mantener con casas de valores y custodios extranjeros autorizados para operar en otras jurisdicciones reconocidas, con identificación completa de la casa o custodio corresponsal, información sobre la autorización con la que cuenta, términos, naturaleza jurídica y alcance del contrato de corresponsalía.

1.4. Documentos que deben aportarse con la solicitud

La solicitud de licencia para operar como casa de valores debe acompañarse de los siguientes documentos:

1. Poder y solicitud.
2. Copia simple del pacto social y de las reformas a éste si las hubiera, debidamente inscritos en el Registro Público.
3. Certificado de existencia y representación de la sociedad solicitante en la cual conste el nombre, fecha y datos de constitución e inscripción, duración, vigencia, suscriptores, directores, dignatarios, representante legal, capital social, poderes

³⁰ Este formulario puede obtenerse en el Anexo No. 2 del Acuerdo No. 2-2004 de 30 de abril de 2004.

inscritos y agente residente de la solicitante, expedido por el Registro Público dentro de los treinta días anteriores a la fecha de presentación de la solicitud.

4. Copia simple de la cédula de identidad personal de los directores y dignatarios de la solicitante, cuando éstos sean ciudadanos panameños o residentes en Panamá. En el caso de que todos o algunos de los directores y dignatarios de la solicitante sean extranjeros, deben aportarse copias del documento de identidad de su país de origen y de su pasaporte, o en defecto de este último, de alguna otra identificación satisfactoria a juicio de la Comisión. En el caso de que se trate de documentos emitidos en el extranjero, éstos deberán presentarse apostillados o cumplir con los trámites consulares correspondientes³¹.
5. Recibo de ingreso expedido por la Comisión Nacional de Valores en el cual conste el pago de la tarifa de registro señalada en el Artículo 17 del Decreto Ley de valores.
6. Para los efectos de la presentación de la información sobre los directores y dignatarios de la solicitante, debe presentarse el Formulario DMI-1³² correspondiente a cada uno de los directores y dignatarios de la solicitante, debidamente firmados por cada uno de ellos. En caso de existir directores suplentes se debe remitir la información correspondiente a los mismos.
7. Formulario DMI-1 correspondiente al o los ejecutivos principales, debidamente firmado.
8. El Formulario DMI-1, correspondiente al o los corredores de valores nombrados por la casa.
9. Estados financieros anuales auditados por un contador público autorizado independiente correspondiente a los dos últimos períodos fiscales, elaborados de conformidad con los acuerdos dictados por la Comisión sobre la forma y contenido de los estados financieros de las personas registradas o sujetas a reporte ante la Comisión y estados financieros interinos trimestrales que se hayan preparado hasta la fecha de la presentación de la solicitud. Si la solicitante está en etapa pre-operativa al momento de presentar la solicitud, tendrá que presentar un balance general inicial de operaciones auditado por un contador público autorizado independiente.
10. Dos o más referencias bancarias y comerciales de la persona solicitante. Si se trata de un solicitante en fase pre-operativa, las cartas de referencias bancarias y

³¹ Ver Convención de la Haya de 5 de octubre de 1961, sobre Apostilla.

³² Este formulario puede obtener en el Anexo No. 1 del Acuerdo No.2-2004 de 30 de abril de 2004.

comerciales deben ser presentadas sobre el o los propietarios efectivos de las acciones que ejerzan el control. Las cartas de referencia que deben acompañarse a la solicitud de licencia deben emitirse por personas que no estén interesadas en la solicitud de la licencia o formen parte de sociedades afiliadas interesadas en ella. Tampoco se admitirán cartas de referencia personal redactadas por los asesores legales, auditores o personas que presten servicios profesionales a las personas a las que tales cartas se refieran. Las cartas de referencia deben incorporar datos de identificación y de contacto de las personas que las firman. Si están otorgadas en el extranjero, tendrán que cumplir con los trámites de legalización consular o de apostilla para ser aportadas a la solicitud. La información contenida en estos documentos no será de acceso público.

11. Dos o más referencias bancarias y personales de cada uno de los directores, dignatarios y ejecutivos principales de la entidad.
12. Plan de negocios con proyecciones para los dos años siguientes. El plan de negocios debe incluir, al menos la siguiente información:
 - a. Descripción de la organización administrativa y contable, instalaciones, medios técnicos y humanos adecuados a su plan de negocios, los procedimientos de control interno, de acceso y salvaguarda de los sistemas informáticos, acompañada, cuando a juicio de la Comisión Nacional de Valores fuere necesario del correspondiente informe por un experto independiente. En particular, el plan de negocios debe contener una descripción del soporte informático con el que mantendrá la información sobre clientes, modalidad para el manejo y el envío de información y estados de cuenta a clientes, confirmaciones de transacciones en valores.
En caso de que la entidad solicitante sea afiliada o subsidiaria de un grupo económico, la Comisión podrá autorizar que compartan de forma permanente o temporal oficinas, equipo y personal, para lo cual tendrán que adjuntarse los respectivos contratos de arrendamiento, servicios administrativos (incluyendo mantenimiento de registros, soporte informático), servicios profesionales, y todos los demás que fueran necesarios para la acreditación de que cuenta con la organización administrativa necesaria para el desarrollo del negocio.
 - b. Declaración de todos los servicios que prestará la casa, así como las actividades complementarias y accesorias que se pretenden realizar, indicando sobre qué tipo de instrumentos y productos se van a prestar. Si la casa de valores no es propietaria de un puesto de bolsa en una bolsa de valores autorizada para operar en Panamá, identificar el o los puestos de bolsa locales con los cuales establecerá relaciones para realizar transacciones en valores registrados en Panamá, de encontrarse ésta entre las actividades incluidas en el plan de negocios y remitir copia del mismo, cuando aplique.

- c. Modelo contratos tipos de los distintos convenios o acuerdos que documenten las relaciones jurídicas de la casa con sus clientes, según el tipo de servicio de que se trate, así como de los contratos de corresponsalía o de similar naturaleza que mantenga con intermediarios en el extranjero, contratos de distribución o de cualquier otra naturaleza que sean relevantes para la plena identificación de sus actividades. Igualmente, debe adjuntarse a la solicitud las copias de los contratos que celebre con sus corredores de valores, analistas y ejecutivos principales. De no encontrarse formalizados a la fecha de presentación de la solicitud, pueden ser presentados dentro de los treinta días siguientes a la fecha de expedición de la licencia.
13. Para los efectos de la presentación de la información sobre los propietarios efectivos que tengan control de la casa de valores, el formulario DMI-2 debidamente suscrito por el representante legal de la sociedad u otro director o dignatario debidamente autorizado. Además, se aportará, si son personas naturales, información sobre su trayectoria y actividad profesional, y si son personas jurídicas sus pactos sociales e información financiera de los dos últimos ejercicios, la composición de sus juntas directivas o equivalentes y la estructura detallada del grupo de sociedades al que eventualmente pertenezcan. La información contenida en estos documentos no será de acceso público.
14. Borrador de Reglamento interno de conducta, de acuerdo con lo previsto en el Acuerdo No.5-2003 de la Comisión Nacional de Valores, en el que, de modo expreso, se prevea el régimen de operaciones personales de los dignatarios, directores, ejecutivos principales, empleados y apoderados, así como la regulación de demás aspectos contemplados en el Decreto Ley de valores.
15. Declaración jurada de las personas que vayan a actuar como dignatarios, directores y ejecutivos principales, de que no están incurso en las causas de incapacidad fijadas en el artículo 50 del Decreto Ley de valores. En el caso de que dichas personas naturales sean extranjeras, presentarán documentación oficial expedida por las autoridades competentes de su país de residencia en los últimos diez años o de su país de origen, según el caso, a los propósitos de lo establecido en el artículo 50 del Decreto Ley de valores.
16. Borrador del Manual que desarrollará la ejecución de la política “Conozca su cliente”.

1.5. Requisitos de Capital Mínimo y Coeficientes de Liquidez

Las casa de valores tienen que mantener un patrimonio total neto de ciento cincuenta mil balboas (B/. 150,000.00), el cual tendrá que mantenerse totalmente libre de gravámenes en todo momento mientras mantenga la licencia de casa de valores. Este patrimonio total mínimo corresponde al capital y reservas de los accionistas de la casa de valores y debe estar presentado por las siguientes cuentas:

1. Capital efectivamente pagado a la fecha del balance.
2. Mayor valor obtenido en la colocación de acciones de pago respecto al valor nominal.
3. Reservas declaradas.
4. Ganancias o pérdidas generadas en ejercicios anteriores.
5. La utilidad o pérdida generada en el ejercicio.

De igual forma las casas de valores deben mantener en todo momento el volumen de inversiones en activos de bajo riesgo y elevada liquidez que será, como mínimo, del diez por cien (10%) de la totalidad de sus pasivos exigibles con plazo residual inferior a un año.

Los activos considerados aptos para el cumplimiento del coeficiente de liquidez serán:

1. Efectivo y los depósitos a la vista o a plazo no superior a un año en bancos con licencia para operar en la República de Panamá.
2. Valores de deuda pública de la República de Panamá con vencimiento no mayor a ciento ochenta y seis (186) días.
3. Papel comercial o valores comerciales negociables listados en una bolsa de valores con licencia para operar en la República de Panamá con vencimientos no mayores a ciento ochenta y seis (186) días.
4. Saldos netos en bancos autorizados para operar en países miembros de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), exigibles a la vista o a plazo cuyo vencimiento no exceda de ciento ochenta y seis (186) días y pagaderos en monedas de curso legal en Panamá.
5. Obligaciones emitidas por gobiernos de países miembros de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), que se negocien activamente en mercados de valores y tengan calidad de inversión

según lo haya determinado una entidad calificadora de riesgos internacionalmente reconocida a su valor de mercado. Los informes financieros de las casas de valores deben contener la información detallada de las inversiones realizadas para la cobertura del coeficiente de liquidez.

1.6. Casas de Valores Extranjeras:

Son casas de valores, consideradas extranjeras, aquellas que estén organizadas o constituidas de conformidad con las leyes de un Estado extranjero o que su domicilio principal esté localizado fuera de la República de Panamá, o bien aquellas que cuenten con una licencia otorgada por la autoridad competente en la jurisdicción donde se encuentre ubicado su domicilio principal, que le permita dedicarse al negocio de casa de valores en dicha jurisdicción

1.7. Requisitos para la Obtención de Licencia

El procedimiento para la obtención de la correspondiente licencia de casa de valores por parte de casas de valores extranjeras será el mismo antes descrito para las casas de valores nacionales, salvo las siguientes particularidades que deben ser aportadas:

1. Copia de la licencia para operar como casa de valores o evidencia de autorización otorgada por la autoridad competente.
2. Copia de la escritura pública mediante la cual se inscribió la sociedad extranjera en la República de Panamá.
3. Los Estados financieros que presente la solicitante deberán sujetarse a la acreditación sobre la idoneidad del contador que los preparó, de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 12 del Acuerdo 8-2000 de 22 de mayo de 2000.
4. Historial policivo, o documento oficial equivalente, de todos y cada uno de los directores, dignatarios y ejecutivos principales, expedido por la autoridad competente de su país de origen o residencia, dentro de un plazo no mayor de noventa días anteriores a la fecha de presentación de la solicitud.

En casos específicos o bien de forma general a través de Acuerdo la Comisión puede eximir a un casa de valores extranjera del cumplimiento exacto de ciertas disposiciones del Decreto Ley de valores, siempre que ésta casa de valores extranjera compruebe a la Comisión que cumple con otras disposiciones aplicables en la jurisdicción de su domicilio que, aunque sean diferentes a las nacionales otorgan en general un grado similar de protección al público inversionista al que ofrece la legislación panameña. Esta exención podrá otorgarse siempre que la misma no perjudique los intereses del público inversionista.

1.8. Obligaciones de las Casas de Valores

Las casas de valores deben cumplir con una serie de obligaciones propias de la obtención de la correspondiente licencia y establecidas a través de Acuerdo por parte de la Comisión, como la entrega de reportes de transacciones así como la entrega de reportes financieros tanto interinos trimestrales como anuales auditados.

1.9. Informes sobre Operaciones realizadas fuera de bolsa

Las casas de valores tienen la obligación de comunicar por fax, red electrónica de comunicaciones, o cualquier otro medio escrito, las transacciones que realicen fuera de una bolsa sobre valores registrados en la Comisión, sin atención al monto transado, en un informe a la Comisión concerniente a los precios de cierre de las transacciones del día y volumen de las negociaciones. El mismo informe debe ser puesto en conocimiento del público inversionista al cierre de operaciones del día siguiente, ya sea a través de la sección financiera de un periódico de circulación nacional, de redes electrónicas de divulgación financiera o de direcciones de Internet.

1.10. Informe mensual de todas las operaciones realizadas

Toda casa de valores tiene también la obligación de suministrar a la Comisión Nacional de Valores, de manera mensual, un informe globalizado sobre todas las transacciones realizadas por sus corredores de valores. Este informe debe ser suministrado a más tardar el día 15 del siguiente mes. De ser éste inhábil se correrá al siguiente día hábil.

1.11. Registro Individualizado de Transacciones

Las casas de valores están obligadas a mantener un registro de transacciones individualizadas por cada uno de los corredores que en ella laboren. Este registro debe detallar los precios y el volumen a los que se realizó la transacción y la hora de las mismas y estar disponible para la Comisión en todo momento, dentro de los días y horas laborables de la casa de valores.

1.12. Entrega de Estados Financieros³³

Las casas de valores y los asesores de inversión están obligados a presentar sus estados financieros con la siguiente periodicidad:

1. **Trimestralmente:** dentro de los dos meses siguientes al cierre del trimestre correspondiente, incluyéndose en todo caso los estados financieros interinos del cuarto trimestre.
2. **Anualmente:** dentro de los tres meses siguientes al cierre del periodo fiscal correspondiente.
3. **Periodos especiales:** los que establezca la Comisión Nacional de Valores previo requerimiento en casos específicos.

1.13. Solicitud de Licencia de Asesor de Inversiones (Persona Jurídica)

Las personas jurídicas que deseen dedicarse al negocio de asesor de inversiones deben presentar la correspondiente solicitud a la Comisión la cual tendrá que contener la siguiente información:

1. Razón social del solicitante.
2. Nombre comercial en caso de que difiera del nombre o razón social.

³³ Aplicable a los asesores de inversión.

3. Datos de constitución de la sociedad. Tratándose de sociedades constituidas en jurisdicciones extranjeras, tendrán que hacer la correspondiente inscripción en el Registro Público, en calidad de sociedad extranjera.
4. Domicilio legal de la solicitante.
5. Dirección exacta del establecimiento donde llevará a cabo sus operaciones y las de sus sucursales, en caso de existir tales.
6. Identificación completa de la persona o personas que se nombren como ejecutivos principales, que deben contar con la correspondiente licencia de ejecutivo principal. En caso de que la persona designada como ejecutivo principal de la solicitante no sea titular de la licencia correspondiente a tal cargo, será admisible su designación únicamente si a la fecha de presentación de la solicitud de licencia de asesor de inversiones ya ha aprobado el examen de conocimiento requerido para la misma. En tal caso, el trámite correspondiente a la licencia de ejecutivo principal se podrá surtir al mismo tiempo que el de licencia de asesor de inversiones, pero su concesión quedará condicionada a la concesión de licencia de asesor de inversiones.
7. Identificación completa de la persona o personas que se nombren como analistas, (que como mínimo deberá ser una persona), estos tendrán que contar con la licencia correspondiente. En caso de que la persona designada como analista de la solicitante no sea titular de la licencia correspondiente a tal cargo, será admisible su designación únicamente si a la fecha de presentación de la solicitud de licencia de asesor de inversiones ya ha aprobado el examen de conocimiento requerido para la misma. En tal caso, el trámite correspondiente a la licencia de analista se podrá surtir al mismo tiempo que el de licencia de asesor de inversiones, pero su concesión quedará condicionada a la concesión de licencia de asesor de inversiones. La condición de analista podrá recaer en la misma persona designada como ejecutivo principal.
8. Designar a la persona que ejercerá el rol de oficial de cumplimiento, el cual tendrá la responsabilidad de velar porque el asesor de inversiones y sus directores, dignatarios, analistas y empleados cumplan con sus obligaciones según el Decreto Ley de valores o sus acuerdos. Dicha persona podrá ser cualquier miembro de la organización, y no tendrá que ser titular de licencia expedida por la Comisión.
9. Fecha en que proyecta iniciar operaciones.

10. Nombres de los propietarios efectivos que tengan control de la sociedad solicitante y presentación de su composición accionaria, en el formulario DMI-2.
11. Identificación de los recursos técnicos, administrativos y financieros con los que desarrollaría las actividades propias a la licencia, incluyendo la descripción del soporte informático con el que mantendrá la información sobre clientes, modalidad para el manejo y el envío de información y estados de cuenta a clientes.
12. Tratándose de una sociedad que forme o que formará parte de un grupo económico, identificación de su posición dentro del grupo económico y de la sociedad bajo la cual consolida, de conformidad con el Acuerdo 8-2000 de 22 de mayo de 2000, sobre forma y contenido de los estados financieros que deben presentar las personas registradas o sujetas a reporte ante la Comisión.

1.14. Documentación a presentar con la solicitud

Toda solicitud de licencia de asesor de inversiones de persona jurídica debe acompañarse de la siguiente documentación:

1. Poder y solicitud.
2. Copia simple del pacto social y de las reformas a éste si las hubiera, debidamente inscritos en el Registro Público.
3. Certificado de existencia y representación de la sociedad solicitante en la cual conste el nombre, fecha y datos de constitución e inscripción, duración, vigencia, suscriptores, directores, dignatarios, representante legal, capital social, poderes inscritos y agente residente de la solicitante, expedido por el Registro Público dentro de los treinta días anteriores a la fecha de presentación de la solicitud.
4. Copia simple de la cédula de identidad personal de los directores y dignatarios de la solicitante, cuando éstos sean ciudadanos panameños o residentes en Panamá. En el caso de que todos o algunos de los directores y dignatarios de la solicitante sean extranjeros, deben aportarse copias del documento de identidad de su país de origen y de su pasaporte, o en defecto de este, de alguna otra identificación. En el caso de que se trate de documentos emitidos en el extranjero, éstos tendrán que presentarse apostillados o cumplir con los trámites consulares correspondientes.

5. Recibo de ingreso expedido por la Comisión Nacional de Valores en el cual conste el pago de la tarifa de registro señalada en el Artículo 17 del Decreto Ley de valores.
6. Para los efectos de la presentación de la información sobre los directores y dignatarios de la solicitante debe presentar el formulario DMI-1, correspondiente a cada uno de los directores y dignatarios de la solicitante, debidamente firmados por cada uno de ellos.
7. Formulario DMI-1 correspondiente al o los ejecutivos principales, debidamente firmado.
8. Estados financieros anuales auditados por un contador público autorizado independiente correspondiente a los dos últimos períodos fiscales, elaborados de conformidad con los Acuerdos dictados por la Comisión sobre la forma y contenido de los estados financieros de las personas registradas o sujetas a reporte ante la Comisión y estados financieros interinos trimestrales que se hayan preparado hasta la fecha de la presentación de la solicitud.
Si la solicitante está en etapa pre-operativa al momento de presentar la solicitud, tendrá que presentar un balance general inicial de operaciones auditado por un contador público autorizado independiente.
Si la solicitante no ha mantenido operaciones por dos períodos fiscales completos, debe presentar su balance general inicial de operaciones auditado por un contador público autorizado independiente y todos los estados financieros interinos que se hubiese preparado con posterioridad al mismo
9. Plan de negocios con proyecciones para los dos próximos años, que debe incluir al menos la siguiente información³⁴:
 - a. Descripción de la organización administrativa y contable, instalaciones, medios técnicos y humanos adecuados a su plan de negocios, los procedimientos de control interno, de acceso y salvaguarda de los sistemas informáticos, acompañada, cuando a juicio de la Comisión Nacional de Valores fuere necesario del correspondiente informe por un experto independiente. En particular, el plan de negocios debe contener una descripción del soporte informático con el que mantendrá la información sobre clientes, modalidad para el manejo y el envío de información y estados de cuenta a clientes.
 - b. Detalle del tipo de servicios y operaciones que prestará el asesor.
 - c. Pro forma o contratos tipos de los distintos convenios o acuerdos que documenten las relaciones jurídicas de la entidad con sus clientes, según el tipo de servicio de que se trate, igualmente, debe adjuntarse a la solicitud las copias de los contratos que celebre con sus analistas y ejecutivos principales. De no

³⁴ La información contenida en el referido plan de negocios será información de carácter reservado.

encontrarse formalizados a la fecha de presentación de la solicitud, podrán ser presentados dentro de los treinta días siguientes a la fecha de expedición de la licencia.

10. Dos o más referencias bancarias y comerciales de la persona solicitante. Si se trata de un solicitante en fase pre-operativa, las cartas de referencias bancarias y comerciales deben ser presentadas sobre el o los propietarios efectivos de las acciones que ejerzan el control. Las cartas de referencia que deben acompañarse a la solicitud de licencia tendrán que emitirse por personas que no estén interesadas en la solicitud de la licencia o formen parte de sociedades afiliadas interesadas en ella. Tampoco se admitirán cartas de referencia personal redactadas por los asesores legales, auditores o personas que presten servicios profesionales a las personas a las que tales cartas se refieran. Las cartas de referencia deben incorporar datos de identificación y de contacto de las personas que las firman. Si están otorgadas en el extranjero, tendrán que cumplir con los trámites de legalización consultar o de apostilla para ser aportadas a la solicitud. La información contenida en estos documentos no será de acceso público.
11. Dos o más referencias bancarias y personales de cada uno de los directores, dignatarios y ejecutivos principales de la entidad, de acuerdo con lo previsto en el inciso anterior.
12. Para los efectos de la presentación sobre los propietarios efectivos que tengan control de la sociedad asesora de inversiones, el formulario DMI-2 debidamente suscrito por el representante legal de la sociedad u otro director o dignatario debidamente autorizado. La información contenida en estos documentos no será de acceso público.
13. Borrador de reglamento interno de conducta³⁵, en el que, de modo expreso, se prevea el régimen de operaciones personales de los dignatarios, directores, ejecutivos principales, empleados y apoderados, así como la regulación de demás aspectos contemplados en el Decreto Ley de valores.
14. Declaración jurada de las personas que vayan a actuar como dignatarios, directores y ejecutivos principales, de que no están incurso en las causas de incapacidad fijadas en el Artículo 50 del Decreto Ley de valores.

1.15. Solicitud de Licencia de Asesor de Inversiones (Persona Natural)

³⁵ Ver Acuerdo No. 5-2003 de 25 de junio de 2003

Las personas naturales que deseen obtener una licencia de asesor de inversiones deben presentar la correspondiente solicitud a la Comisión, la cual tendrá que contener la siguiente información:

1. Nombre completo, número de cédula y generales del solicitante.
2. Dirección exacta del establecimiento donde llevará a cabo sus operaciones.
3. Identificación completa de la persona que se nombre como ejecutivo principal, que tendrá que contar con la correspondiente licencia de ejecutivo principal. La condición de ejecutivo principal podrá recaer en la misma persona del solicitante, siempre que éste sea titular de licencia de ejecutivo principal.
4. Identificación completa de la persona que se nombre como analista, que tendrá que contar con la licencia correspondiente. La condición de analista podrá recaer en la misma persona del ejecutivo principal o en la persona del asesor, quien adicionalmente debe cumplir con las funciones propias del oficial de cumplimiento.
5. Fecha en que proyecta iniciar operaciones.
6. Identificación de los recursos técnicos, administrativos y financieros con los que desarrollaría las actividades propias a la licencia, incluyendo la descripción del soporte informático con el que mantendrá la información sobre clientes, modalidad para el manejo y el envío de información y estados de cuenta a clientes.

1.16. Documentación a presentar con la solicitud

Toda solicitud de licencia de asesor de inversiones para persona natural tendrá que presentarse acompañada de la siguiente documentación:

1. Poder y solicitud.
2. Copia simple de la cédula de identidad personal. En el caso de que el solicitante sea extranjero, debe aportarse copia del documento de identidad de su país de origen y de su pasaporte, o en defecto de este último, de alguna otra identificación. En el caso de que se trate de documentos emitidos en el extranjero, éstos deben presentarse apostillados o cumplir con los trámites consulares correspondientes.

3. Recibo de ingreso expedido por la Comisión Nacional de Valores en el cual conste el pago de la tarifa correspondiente.
4. Formulario DMI-1, correspondiente al solicitante, al ejecutivo principal y al analista, en caso de que fueran personas distintas, debidamente firmado.
5. Balances personales auditados por un contador público autorizado independiente correspondiente a los dos últimos períodos fiscales.
6. Dos o más referencias bancarias y comerciales de la persona solicitante. Las cartas de referencia que deben acompañarse a la solicitud de licencia tendrán que emitirse por personas que no estén interesadas en la solicitud de la licencia o formen parte de sociedades afiliadas interesadas en ella. Tampoco se admitirán cartas de referencia personal redactadas por los asesores legales, auditores o personas que presten servicios profesionales a las personas a las que tales cartas se refieran. Las cartas de referencia deben incorporar datos de identificación y de contacto de las personas que las firman. Si están otorgadas en el extranjero, tendrán que cumplir con los trámites de legalización consultar o de apostilla para ser aportadas a la solicitud.
7. Declaración jurada del solicitante de que no está incurso en las causas de incapacidad fijadas en el Artículo 50 del Decreto Ley de valores.

2. Licencia de Corredor de Valores, Analistas y Ejecutivos Principales

Las de corredor de valores, analista, ejecutivo principal y de oficial de cumplimiento son licencias otorgadas por la Comisión solo a personas naturales que laboran en casas de valores, en empresas con licencia de asesor de inversiones o de administrador de sociedades de inversión. Las personas que ocupan estos cargos deben obtener obligatoriamente una licencia otorgada por la Comisión.

Las casas de valores y los asesores de inversión no pueden contratar a personas en estos cargos si los mismos no poseen la correspondiente licencia otorgada por la Comisión. Dicha licencia expirará a los dos años de haber dejado de ocupar el cargo para el cual se desempeñaba el titular de licencia.

Con relación a este periodo de expiración, las casas de valores y los asesores de inversión tienen la obligación de notificar a la Comisión la fecha de inicio y la de terminación en el cargo de cada persona que se desempeñe como uno de sus ejecutivos principales, corredores, analistas u oficiales de cumplimiento.

2.1. Los Corredores de Valores:

Corredor de valores, es toda persona natural, que no sea una casa de valores, que solicite o efectúe compras o ventas de valores en nombre de una casa de valores. En este sentido el corredor es aquella persona que se dedica de forma activa a operaciones de corretaje³⁶ sobre valores, es decir, a introducir las órdenes de compra y venta de valores en los mercados organizados.

Los corredores de valores no pueden operar por sí solos, por tanto tendrán necesariamente que laborar para una casa de valores con licencia expedida por la Comisión, en la cual ejecutarán órdenes de compra y venta ya sea por cuenta de clientes o por cuenta de la propia casa de valores.

2.2. Los Analistas

Un analista es toda persona natural, que no sea un asesor de inversiones, que preste asesoría de inversiones en nombre de un asesor de inversiones.

De la anterior definición se colige que los analistas efectúan sus operaciones en nombre de un asesor de inversiones (ya sea persona natural o jurídica), y por tanto es aquella personas que a través del correcto análisis bursátil, brinda información sobre las características de un determinado valor a los asesores de inversión para que estos a su vez, asesoren a sus clientes.

2.3. Ejecutivos Principales

El ejecutivo principal es todo ejecutivo o empleado de una casa de valores, de un asesor de inversiones, de un administrador de inversiones o de una organización autorregulada, que tenga responsabilidades claves sobre el negocio, la administración, las operaciones, la contabilidad, las finanzas o la fiscalización de las operaciones o de los empleados.

Son considerados comúnmente como ejecutivos principales los gerentes, vicepresidentes ejecutivos u otros puestos de similar condición, aunque la Comisión tiene facultades para determinar, mediante Acuerdo cuáles serán las responsabilidades que

³⁶ Corretaje, según el *Diccionario de la Real Academia Española de la Lengua* significa, diligencia y trabajo que pone el corredor en los ajustes y ventas:

deberán ser consideradas como claves a efectos de la definición del término de ejecutivo principal³⁷.

2.4. Oficiales de Cumplimiento³⁸:

Un oficial de cumplimiento es un ejecutivo clave que labora para una casa de valores, asesor de inversiones, administrador de inversiones y organización autorregulada el cual tendrá la responsabilidad de velar porque la institución para la cual labora, así como sus directores, dignatarios y demás personas que en ellas laboren cumplan con sus obligaciones según el Decreto Ley de valores y sus reglamentos, así como las leyes aplicables a éstas en la República de Panamá, en especial normas, reglamentos y procedimientos relacionados con la prevención del blanqueo de capitales.

Una persona con licencia de oficial de cumplimiento podrá ejercer las funciones propias de dicho cargo, hasta en dos entidades u organizaciones distintas³⁹ y su contratación debe ser documentada por un contrato entre las partes y notificada a la Comisión Nacional de Valores.

El oficial de cumplimiento tiene la categoría o jerarquía de ejecutivo clave dentro de la organización en la que presta sus servicios, y se asume que cuenta con capacidad decisoria y el apoyo de la entidad u organización para cubrir adecuada y oportunamente las diferentes áreas de su gestión, para lo cual tendrá en todo momento libre acceso a los documentos e información que sean necesarios. La anterior presunción resulta de importancia a efecto de la responsabilidad de tipo personal que cabe al oficial por el incumplimiento de los requisitos legales aplicables al cargo.

2.5. Requisitos para ejercer como Oficial de Cumplimiento

Toda persona a la cual se le pretenda designar como oficial de cumplimiento de una casa de valores, asesor de inversiones, administrador de inversiones u organización autorregulada debe cumplir con tres requisitos básicos que son los siguientes:

³⁷ Ver la definición de Ejecutivo Principal contenida en el artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999.

³⁸ Ver *Infra*, mayor información sobre la figura y rol del oficial de cumplimiento consultar Capítulo I, Sexta parte sobre Prevención del Blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo.

³⁹ Sin embargo, un oficial de cumplimiento que ejerza sus funciones para aquellas entidades u organizaciones y sus subsidiarias o afiliadas que tienen un control común o están bajo una administración común, podrá ejercer el cargo de oficial de cumplimiento hasta en tres de estas entidades.

1. Poseer licencia de ejecutivo principal expedida por la Comisión Nacional de Valores, conforme a lo que al respecto establece el Acuerdo No. 7 de 19 de mayo de 2000, como fuera modificado por el Acuerdo No. 17 de 2 de octubre de 2000.
2. Experiencia laboral comprobada dentro del mercado de valores mínima de dos (2) años, o en áreas relacionadas al mismo como el sector bancario o financiero.
3. Conocimientos básicos en el área de análisis de riesgos, gestión de sistemas de información, formulación y cumplimiento de políticas de prevención de delitos de blanqueo de capitales.

2.6. Incompatibilidades con el Cargo de Oficial de Cumplimiento

De igual forma existen ciertas incompatibilidades con el cargo de oficial de cumplimiento por tanto, toda persona sobre la cual concurren algunas de estas incompatibilidades no podrá ser designada en dicho cargo. Dichas incompatibilidades son las siguientes:

1. Sea un ejecutivo principal que tenga poderes de decisión y mando sobre las transacciones u operaciones realizadas por la casa de valores, asesor de inversiones, administrador de inversiones u organización autorregulada para la cual labore.
Ejerza funciones propias de asesor de inversiones, analista, corredor de valores, auditor interno o administrador de inversiones de una casa de valores, asesor de inversiones, administrador de inversiones u organización autorregulada.
2. El auditor externo, custodio, agente de pago o registro de una casa de valores, asesor de inversiones, administrador de inversiones u organización autorregulada.
3. Ser propietario de más del cinco por cien (5%) de las acciones de la casa de valores, asesor de inversiones, administrador de inversiones u organización autorregulada.
4. La persona natural que sea oficial de cumplimiento de una entidad bancaria de la cual la casa de valores, asesor de inversiones, administrador de inversiones u organización autorregulada sea afiliada, controlada por ésta o controladora de ésta, o sean la misma persona jurídica.

2.7 Requisitos generales para la obtención de Licencia de Corredor, Analista, Ejecutivo Principal

2.7.1. La solicitud

Toda persona que desee obtener licencia de corredor de valores, analista, ejecutivo principal, deberá previamente aprobar un examen de conocimiento sobre temas relacionados con el mercado de valores y presentar la correspondiente solicitud en la cual debe indicar lo siguiente:

1. Nombre completo, nacionalidad, número de cédula del solicitante. En el caso de que el solicitante sea extranjero, copia del documento que acredite su estatus de residente en la República de Panamá y su permiso de trabajo expedido por las autoridades competentes.
2. Lugar y fecha de nacimiento del solicitante.
3. Fecha en que aprobó el examen correspondiente a la licencia que solicita.
4. Dirección residencial, teléfono, fax, dirección de correo electrónico y dirección postal del solicitante.
5. Identificación de la casa de valores o asesor de inversiones para la cual ejercerá las funciones propias de la licencia que solicita, con una breve descripción del tipo de relación que mantendrá con la entidad regulada y de sus términos.

2.7.2. Documentación a Presentar con la Solicitud

La solicitud indicada deber ser acompañada de los siguientes documentos:

1. Copia de la cédula o del pasaporte en caso de ser extranjero, del solicitante. En el caso de que el solicitante sea extranjero, copia del documento que acredite su estatus de residente en la República de Panamá y su permiso de trabajo expedido por las autoridades competentes.
2. Copia del recibo de pago de la tarifa de registro correspondiente, debidamente expedido por la Comisión Nacional de Valores.
3. Carta intención de la casa de valores o asesor de inversiones con la cual el solicitante laborará. Esta carta será firmada por quien ostente la representación legal de la casa de valores o asesor de inversiones y debe detallar el tipo de actividades para las cuales se contratará al solicitante.

4. En caso de que el solicitante sea extranjero, historial policivo del solicitante expedido por la autoridad de su país de origen y de residencia por los últimos diez (10) años, en caso de ser distinto.
5. Declaración jurada por parte del solicitante en la cual certifique que no está incurso en las causales de incapacidad establecidas en el artículo 50 del Decreto Ley de valores, cuando el solicitante sea nacional panameño.
6. Formulario DMI-1.

3. Exámenes de Conocimiento para la Obtención de Licencia para Personas Naturales

Como se ha indicado anteriormente, para la obtención de una licencia de corredor de valores y analista el aspirante tendrá necesariamente que aprobar previamente un examen de conocimiento general básico sobre temas relacionados con el mercado de valores.

Por su parte los aspirantes a las licencias de ejecutivo principal, asesor de inversiones y oficial de cumplimiento, tendrán que aprobar, además del examen general básico, un examen complementario.

El solicitante de una licencia debe aprobar el examen general básico y el complementario (de requerirse según el caso) con un puntaje mínimo de setenta por cien (70%) del valor total del examen para tener derecho a la obtención de la licencia que se solicite.

Una vez aprobado o aprobados los exámenes, puede el aspirante solicitar la correspondiente licencia dentro del plazo de un año. Una vez transcurrido dicho año, deberá volver a presentar y aprobar el referido examen, para solicitar la licencia.

La función primordial de los exámenes de conocimiento es la de garantizar que la persona natural a la cual la Comisión otorgue una licencia, posea conocimientos básicos en aspectos de importancia relacionados con el mercado de valores.

3.1. Contenido del examen general básico

El examen general básico mide el conocimiento del solicitante en preceptos generales relacionados con el mercado de valores, tales como:

1. Contenido del Decreto Ley de valores
2. Contenido de los acuerdos reglamentarios expedidos por la comisión al momento de presentación del examen.
3. Principios de contabilidad financiera.
4. Normas internacionales de información financiera.
5. Usos y costumbres del mercado de valores.
6. Conceptos de matemática financiera.
7. Análisis de valores de renta fija.
8. Análisis de valores de renta variable.
9. Derivados y exóticos.
10. Mercados financieros internacionales.
11. Reglas de ética.
12. Prevención del blanqueo de capitales en el mercado de valores.
13. Reglas de organizaciones autorreguladas.
14. Sociedades de inversión.

3.2. Contenido del Examen Complementario

El examen complementario cubre, además de aspectos avanzados de los tópicos del examen general básico, temas tales como:

1. Normas éticas y reglas de conducta
2. Principios de administración de cartera de inversiones;
3. Prácticas de supervisión y fiscalización de clientes.

4. Cancelación de Licencia de Corredor, Analista, Asesor de Inversiones (persona natural), Ejecutivo Principal y Oficial de Cumplimiento

Toda persona que sea titular de una licencia de las licencias enunciadas, podrá solicitar voluntariamente en cualquier momento la cancelación de su licencia, presentando los siguientes documentos:

1. Solicitud.
2. Constancia de la publicación en un diario de circulación nacional por tres días consecutivos, en la sección de información económica y financiera o de información nacional, y con suficiente relevancia, de un aviso con las características descritas en el Acuerdo No. 2-2004⁴⁰.
3. Copia del recibo de ingreso correspondiente a la tarifa de cancelación correspondiente.
4. Declaración jurada otorgada ante notario público en la cual el solicitante certifique bajo la gravedad del juramento no mantener compromisos pendientes con el público inversionista, organizaciones autorreguladas ni la Comisión Nacional de Valores.

La Comisión Nacional de Valores debe proceder con la cancelación solicitada transcurridos treinta días calendario contados a partir de la tercera publicación de este aviso de cancelación.

En el caso de que la casa de valores, administrador de inversiones, asesor de inversiones para la cual labora la persona que solicite la cancelación, o un tercero se hayan opuesto a la cancelación, la Comisión Nacional de Valores cancelará la licencia, siempre que considere que las objeciones presentadas no tienen suficiente mérito mediante resolución motivada.

De igual forma, a la vista de tales objeciones, la Comisión Nacional de Valores puede establecer las medidas o actuaciones que el solicitante debe cumplir o llevar a cabo, con carácter previo a la cancelación de la licencia.

⁴⁰ Ver anexo No. 3 de Acuerdo No.2-2004 de 30 de abril de 2004.

Referencias

1. Leyes

Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, artículos 1, 23 a 47 y artículo 50

2. Acuerdos

Acuerdo No. 2-2004 de 30 de abril de 2004

3. Opiniones

10-2000 de 30 de agosto

11-2000 de 19 de septiembre de 2000

12-2000 de 2 de octubre de 2000

13-2000 de 2 de octubre de 2000

14-2000 de 3 de octubre de 2000

01-2002 de 29 de enero de 2002

05-2002 de 19 de julio de 2002

01-2003 de 12 de febrero de 2003

07-2003 de 24 de octubre de 2003

02-2004 de 10 de febrero de 2004

13-2004 de 8 de septiembre de 2004

14-2004 de 8 de septiembre de 2004

03-2005 de 4 de febrero de 2005

06-2005 de 6 de abril de 2005

07-2005 de 27 de abril de 2005.

TERCERA PARTE

LOS VALORES, SU REGISTRO Y OFERTA

Capítulo I.

El Registro de Valores y la Oferta Pública

1. El Registro y los valores objeto del mismo

La Comisión Nacional de Valores cumple las funciones de ser un registro de los valores que sean objeto de una oferta pública, cuyo concepto definiremos más adelante. Asimismo existen otras circunstancias en las que el registro de valores ante la Comisión Nacional de Valores, resulta obligatorio.

De acuerdo a las normas que regulan el mercado de valores en la República de Panamá, valor es todo bono, valor comercial negociable u otro título de deuda, acción (incluyendo acciones en tesorería), derecho bursátil reconocido en una cuenta de custodia, cuota de participación, certificado de participación, certificado de titularización, certificado fiduciario, certificado de depósito, cédula hipotecaria, opción y cualquier otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como un valor⁴¹.

No son considerados valores de acuerdo a la definición anterior:

1. Certificados o títulos no negociables representativos de obligaciones, emitidos por bancos a sus clientes como parte de los servicios bancarios usuales ofrecidos por dichos bancos, tales como certificados de depósito no negociables. Esta excepción no incluye las aceptaciones bancarias negociables ni los valores comerciales negociables emitidos por instituciones bancarias.
2. Pólizas de seguro, certificados de capitalización y obligaciones similares emitidas por compañías de seguros.

Quienes registran los valores en la Comisión son los emisores de dichos valores. Se considera emisor a toda persona que tenga valores emitidos y en circulación o bien que se proponga a emitirlos, por tanto un emisor registrado será aquel que tenga valores registrados en la Comisión Nacional de Valores⁴².

⁴¹ Aun cuando la definición brindada en el artículo 1 del Decreto Ley de valores es amplia, la Comisión tiene además, facultades suficientes para determinar si un determinado instrumento, título o derecho es o no un valor a efectos de la legislación de valores

⁴² Resulta de importancia indicar que el registro en la Comisión se realiza sobre los valores que se hayan emitido o que se pretenda emitir y no del emisor. Bajo el amparo de la antigua legislación de valores (Decreto de Gabinete No. 247 de 1970), el registro se realizaba sobre el emisor y no sobre los valores

El registro de valores en la Comisión Nacional de Valores tiene además, como objetivo y finalidad principal, la disponibilidad de información. Disponibilidad para el mercado en general y específicamente para el público inversionista, acerca de las circunstancias tanto financiera como otras de importancia sobre los valores registrados.

Deben ser registrados, de forma obligatoria en la Comisión Nacional de Valores los siguientes valores:

1. Los valores que sean objeto de una oferta pública que requiera autorización de la Comisión.
2. Las acciones de emisores domiciliados en la República de Panamá que, el último día del año fiscal, tengan cincuenta o más accionistas domiciliados en la República de Panamá que sean propietarios efectivos de no menos del diez por ciento del capital pagado de dicho emisor (excluyendo las sociedades afiliadas al emisor y los empleados, directores y dignatarios de éste, para los efectos de dicho cálculo)⁴³.
3. Los valores listados en una bolsa de valores en la República de Panamá.

2. Ofertas exentas de Registro ante la Comisión Nacional de Valores

Existen algunas ofertas, ventas y transacciones sobre valores que no requieren registro ante la Comisión Nacional de Valores.

Las ofertas y ventas sobre valores actualmente exentas de registro son las siguientes:

1. Valores emitidos o garantizados por el Estado y por organismos internacionales en los que el Estado participe.
2. Colocaciones privadas (ofertas hechas a no más de 25 personas y que juntas resulten en la venta a no más de 10 personas) dentro del periodo de un año.
3. Oferta o venta a inversionistas institucionales⁴⁴.

⁴³ Este registro no será obligatorio si accionistas que representen un setenta y cinco por ciento o más del capital emitido y en circulación aprueban continuar como una entidad no registrada bajo el amparo del Decreto Ley de valores. Copia de la aprobación de continuar como una entidad no registrada debe ser remitida a la Comisión.

⁴⁴ Se califican como inversionistas institucionales a las siguientes personas: 1. Bancos, Compañías Aseguradoras, Compañías Reaseguradoras, Sociedades de Inversión registradas ante la Comisión Nacional de Valores, fideicomisos de inversión administrados por sociedades con Licencia Fiduciaria, Fondos de jubilaciones y pensiones regulados por la Ley 10 de 16 de abril de 1993, y Casas de Valores, por su propia

4. Traspasos corporativos⁴⁵.
5. La oferta o venta hecha a empleados del emisor.

La Comisión tiene facultades para exceptuar de registro, cualquier otro tipo de ofertas y/o valores que así lo considere, dicha exención deberá ser realizada mediante Acuerdo. Actualmente la Comisión ha declarado exentos de registro los valores emitidos por Estados y jurisdicciones que hayan sido declaradas por la propia Comisión como una jurisdicción reconocida⁴⁶.

Son actualmente jurisdicciones reconocidas Estados Unidos de Norteamérica, Francia, España, Reino Unido, Japón, Suiza, Alemania, Suecia, Provincias de Québec y Ontario (Canadá), Hong Kong, Holanda, México, Australia, Italia, El Salvador y Costa Rica.

Por otro lado también se encuentran exentos de registro la oferta, venta y transacciones sobre títulos valores de tradición que sean representativos de bienes o mercancías que no sean libremente transferibles o negociables.

3. Valores Objeto de Oferta Pública y que Requieren Autorización de la Comisión

cuenta y riesgo y en cuentas de inversión debidamente segregadas, 2. Personas jurídicas domiciliadas en la República de Panamá, con operaciones habituales en el manejo de inversiones por al menos dos años antes de la fecha de la oferta y/o venta que se les haga, que cuenten con un patrimonio de por lo menos un millón de balboas (B/.1,000,000.00) según sus últimos Estados Financieros Auditados y cuyos ejecutivos principales, o en su defecto, la mayoría de directores y dignatarios tengan por lo menos dos años de experiencia en el manejo habitual de inversiones, y 3. Los Estados soberanos, debidamente representados. Se incluyen en esta categoría las entidades de carácter público que por su naturaleza están facultadas para hacer inversiones (por ejemplo el Fondo Fiduciario para el Desarrollo y la Caja del Seguro Social). Ver *Acuerdo No. 1-2001 de 17 de enero de 2001*.

⁴⁵ Esta excepción se refiere a la oferta, la venta, la distribución, el traspaso o el canje de valores entre un emisor y tenedores de valores de dicho emisor, en casos de realizarse una oferta de acciones en casos de aumento de capital, siempre que se dirija exclusivamente a los accionistas existentes del emisor. También respecto a la declaración de dividendos en acciones u otros valores y a la reorganización, la disolución, la liquidación o la fusión de dicho emisor. Ver *artículo 83 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999*.

⁴⁶ Una jurisdicción reconocida es toda aquella que la Comisión reconozca que cuente con leyes y reglamentos que aunque no sean iguales a los de la República de Panamá, ofrezcan en general, a juicio de la Comisión, un grado de protección a los inversionistas en su conjunto sustancialmente igual o mejor que el que ofrece la legislación nacional. Además deberá contar con un ente regulador que a satisfacción de la Comisión, realice la debida fiscalización del cumplimiento de sus leyes y reglamentos. Ver artículo 1 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.

El Decreto Ley de valores, establece que deberán registrarse en la Comisión las ofertas o ventas públicas de valores que haga un emisor o una persona afiliada a éste o un oferente⁴⁷ en la República de Panamá, a menos que esté exenta de dicho registro.

Como podemos observar, toda oferta pública debe registrarse en la Comisión, excepto aquellas que estén exentas de dicho registro de acuerdo a lo que indica la propia legislación de valores. No obstante el Decreto Ley de valores no define el momento en que una oferta realizada en la República de Panamá es considerada con el carácter de pública, razón por la cual resulta una consideración de tipo casuístico el determinar en qué momento nos encontramos ante una.

No obstante de acuerdo al Decreto Ley de valores, una oferta es toda declaración, propuesta o manifestación que se haga con el objeto de vender, traspasar o enajenar valores contra el pago de una contraprestación, así como toda solicitud dirigida a inducir a una persona a hacer una oferta de compra de valores contar el pago de una contraprestación⁴⁸.

Visto lo anterior, será la Comisión la que determine según las circunstancias de cada caso, la condición que tenga de pública o no una oferta de valores, conforme a la definición indicada, realizada en o desde la República de Panamá.

No obstante existen una serie de características tanto de tipo cualitativo como cuantitativo, para determinar frente a qué tipo de oferta nos encontramos. Con respecto a aquellas de tipo cuantitativo resulta obvio que debemos atender al número de personas a las cuales está dirigida la oferta.

En nuestra legislación no se establece un número determinado o exacto del número de personas a las cuales estaría dirigida una oferta que se considere pública, no obstante sí se encuentra definido el número de personas a las que estaría dirigida una oferta que ha considerarse una colocación privada.

⁴⁷ Ver artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999 según el cual *oferente* es toda persona que: a) ofrezca o venda valores de un emisor en representación de dicho emisor o de una persona afiliada a éste, como parte de una oferta sujeta a registro; b) compre o adquiera de un emisor, o de una persona afiliada a éste, valores emitidos por dicho emisor con la intención de ofrecer o revender dichos valores o algunos de ellos como parte de una oferta sujeta a registro. Se presumirá que no hubo intención de ofrecer ni de revender dichos valores si la persona que los compra se dedica al negocio de suscribir valores y mantiene la inversión en dichos valores por un período no menor de un año u otro período establecido por la Comisión; y c) que compre o adquiera de un emisor, o de una persona afiliada a éste, o de otro oferente, valores emitidos por dicho emisor mediante una colocación privada u oferta hecha a inversionistas institucionales que esté exenta de registro, y que revenda dichos valores, o parte de ellos, dentro de un período de un (1) año desde la última compra.

⁴⁸ Ver artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999. La definición de oferta no incluye negociaciones preliminares entre un emisor o una afiliada de éste con oferentes ni negociaciones preliminares entre oferentes con miras a una oferta pública.

Se considera una colocación privada las ofertas de valores que hayan sido hechas por un emisor o por una persona afiliada a éste, o por un oferente de dicho emisor, en su conjunto, a no más de veinticinco personas, y que juntas resulten en la venta de dichos valores a no más de diez personas, dentro de un período de un año⁴⁹.

Por tanto podría decirse que en sentido contrario, un indicio de la realización de una oferta pública sería toda aquella que es realizada por un emisor o por una persona afiliada a éste, o por un oferente de dicho emisor, en su conjunto, a más de veinticinco personas, y que juntas resulten en la venta de dichos valores a más de diez personas, dentro de un período de un año.

Como hemos indicado existen otros criterios de tipo cualitativo, a considerar por la Comisión al momento de determinar si una oferta de valores ha de reputarse como pública y por tanto sujeta a registro en la Comisión, como lo sería una oferta realizada por un medio de comunicación masivo (correo electrónico, Internet, televisión).

Estos criterios de tipo cualitativo son de capital importancia en otras jurisdicciones como lo es la estadounidense, en la cual resulta de menos importancia el número de destinatarios (aun cuando no deja de ser tomado en consideración), sino las características de los destinatarios así como las circunstancias de la oferta, aplicando tradicionalmente cinco criterios que son: a) el tipo de destinatarios involucrados, incluyendo la capacidad de soportar el riesgo económico de la inversión y su grado de sofisticación como inversionistas; b. el número de destinatarios, c) la ausencia de publicidad; d) el acceso de los potenciales inversores de la información relevante del emisor, y e) las restricciones a la reventa de los valores⁵⁰.

4. Requisitos Para el Registro de Valores Objeto de una Oferta Pública

Cuando un emisor presente una solicitud de registro de valores ante la Comisión Nacional de Valores debe presentar dos documentos básicos a saber:

1. El prospecto informativo
2. Formulario RV-1 (Registro de Valores-1)

4.1 El prospecto Informativo

⁴⁹ Ver numeral 2 del artículo 83 del Decreto Ley 1 de 1999.

⁵⁰ Ver caso *SEC v. Ralston Purina Co.* 346 U.S. 119 (1953). (<http://caselaw.lp.findlaw.com>). BELTRAN, LUIS. *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Suscripción y Venta de Valores Negociables*. Civitas, Madrid. P. 210.

El prospecto informativo es un documento que reúne todas y cada una de las características del emisor del valor a registrar y ofrecer públicamente, así como las características del propio valor y sus términos y condiciones. Por tanto este prospecto debe ser puesto a “disposición del público para que éste pueda formarse un juicio fundado sobre la inversión que se le propone”.⁵¹

La naturaleza de la exigencia de un prospecto informativo viene dada del principio de información en los mercados, pero desde la perspectiva de la transparencia, el acceso a dicha información y que la misma sea veraz y precisa. Cuando una empresa pretende realizar una oferta pública de valores está apelando al ahorro público, es decir está pidiendo financiación a una masa amplia de inversores, y debe poner a disposición de estos inversores información amplia, al objeto de que los inversores tengan base suficiente para tomar la decisión sobre si les conviene suscribir o no esos valores⁵².

Nuestra legislación exige que el prospecto sea elaborado de forma clara, concisa y comprensible, no deben utilizarse palabras técnicas innecesarias o irrelevantes o bien que oculten información necesaria y debe estar impreso por cualquier medio que resulte en copias claras y legibles. El tamaño de la impresión debe ser de por lo menos 10 puntos de imprenta y en el caso de los estados financieros y otra información estadística, en por lo menos 8 puntos de imprenta.

4.2. El formulario RV-1

El contenido del formulario RV-1 deberá estar impreso en el prospecto informativo y debe exponer información relativa a varios aspectos del negocio del emisor. Esta información podemos dividirla a grandes rasgos en la siguiente:

4.2.1. Factores de Riesgo

Deben describirse aquellas situaciones, circunstancias o eventos que puedan razonablemente suscitarse y que, a juicio de la solicitante, puedan reducir o limitar el retorno, rendimiento o liquidez de los valores objeto de la oferta pública. Tales factores pueden ser, pero no se limitan a la oferta, el emisor, el entorno, la industria.

4.2.2. Descripción de la Oferta Realizada

⁵¹ BELTRAN, LUIS. op cit. p. 265.

⁵² CACHÓN BLANCO, J. op cit. p. 93.

Debe explicarse toda información sobre la oferta pública de los valores, el plan para distribución de los valores y temas relacionados, indicándose todos los detalles de la oferta, el plan de distribución de la oferta; los mercados en los que ha de listarse el valor a registrar; los gastos de la emisión; el uso de los fondos obtenidos por el emisor; el impacto de la emisión en la situación financiera del emisor; garantías que tenga la emisión

4.2.3. Información de la Empresa Emisora de los valores

La información de la compañía debe incluir: la historia y desarrollo de la solicitante; el capital accionario; pacto social y estatutos de la solicitante; descripción del negocio (incluyendo el giro normal de negocios del emisor, la descripción de la industria y los mercados en los que compete; restricciones monetarias; litigios legales pendientes; sanciones administrativas impuestas por autoridades reguladoras.

También deberá describirse lo siguiente:

1. Su estructura organizativa.
2. Propiedades, plantas y equipos que posea.
3. Investigación y desarrollo, patentes y licencias que posea el emisor.
4. Información sobre tendencias identificando los más recientes avances o innovaciones tecnológicas en la producción, venta e inventario.

4.2.4. Análisis de los Resultados Financieros y Operativos de la Empresa Emisora

En la forma más detallada posible, la administración del emisor debe develar la información actual y perspectivas sobre el negocio que permita a los inversionistas y a otros interesados evaluar la condición financiera y los resultados de operación del emisor. El análisis se concentrará en eventos de importancia e incógnitas percibidas por la administración y que pudiese causar que los resultados financieros reportados no fueran necesariamente indicativos de los resultados operativos futuros o de la condición financiera futura.

El Análisis de los resultados financieros y operativos debe referirse por lo menos a los siguientes puntos: la liquidez, recursos de capital, resultados de las operaciones, análisis de perspectivas.

4.2.5. Información sobre Directores, Dignatarios, Ejecutivos, Administradores, Asesores y Empleados

Debe indicarse la identidad, funciones y otra información relacionada con:

1. Directores y dignatarios, ejecutivos y administradores.
2. Empleados de importancia y asesores.
3. Asesores legales.
4. Auditores.

Deben indicarse además las prácticas de la directiva, el número de empleados al final de periodo inmediatamente anterior o un promedio durante los tres últimos años, suministrar la información global sobre la propiedad efectiva de acciones del emisor o de su persona controladora.

4.2.6. Información sobre Partes Relacionadas, Vínculos y Afiliaciones

Se consideran partes relacionadas de la persona que solicita el registro de los valores a las siguientes personas:

1. Cualquier director, dignatario, ejecutivo o administrador de la solicitante o de su persona controladora.
2. Cualquier persona escogida o nominada como director, dignatario, ejecutivo o administrador de la solicitante o su persona controladora.
3. Todo propietario efectivo de acciones emitidos por la solicitante o su persona controladora, en proporción igual o mayor al cinco por cien (5%).
4. El cónyuge y todos los individuos vinculados hasta el cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad con las personas indicadas en los numerales anteriores.
5. Toda sociedad que tenga directores o dignatarios comunes con la solicitante o su persona controladora.
6. Toda sociedad de cuyas acciones sea propietario efectivo –en proporción mayor del veinte por cien (20%)- cualquier director, dignatario, ejecutivo o administrador de la solicitante.
7. Sociedad de la cual la solicitante o su persona controladora sea accionista en proporción mayor del veinte por cien (20%) de las acciones en circulación.

8. Sociedad propietaria efectiva de acciones de la solicitante o de su persona controladora, en proporción mayor del cinco por cien (5%) o más de las acciones en circulación.

En adición debe indicarse y describirse cualquier negocio o contrato, durante el último año fiscal, en que la solicitante de registro o su persona controladora sean parte, y en la que cualquiera de sus partes relacionadas, tenga interés, directo o indirecto, con indicación del nombre de la persona, la naturaleza del interés de esa persona en la operación y su monto.

Por otro lado debe indicarse si alguna de las personas que brindan servicios relacionados al proceso del registro de los valores (por ejemplo, suscriptores; agentes de colocación, pago o transferencia; agentes de venta; fiduciario; centrales de custodia, casas de valores, entre otros) son partes relacionadas de la solicitante, y en caso afirmativo, el nombre de dicha persona y la naturaleza de su relación con la solicitante.

4.2.7. Información Tributaria

Deben señalarse toda la información sobre aquellos tributos relacionados con la compra y venta de los valores a registrar incluyendo las normas relativas a la retención de impuestos en la fuente a la cual están sujetos los valores.

5. Emisores con Cincuenta o más Accionistas

Por otro lado, toda sociedad, que tenga cincuenta o más accionistas que estén domiciliados en la República de Panamá, deberán obligatoriamente registrarse en la Comisión Nacional de Valores, siempre que estos cincuenta o más sean propietarios efectivos de más del diez por cien (10 %) del capital pagado del emisor.

6. Registro de Valores listados en una Bolsa de Valores en la República de Panamá

Aquellos valores que se encuentren listados en una Bolsa de Valores autorizada para operar en la República de Panamá deberán registrarse obligatoriamente. Esto incluye aquellos valores que, bajo la vigencia del Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970 y sus reglamentos, se listaron en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. (por ser la única bolsa existente en la República de Panamá durante la vigencia del Decreto de Gabinete No. 247 y en la actualidad), sin estar registrados en la Comisión Nacional de Valores.

Por otro lado también incluye valores objeto de una colocación privada, respecto de los cuales el emisor de tales valores solicite su registro para negociación en mercado secundario, siempre que estos valores hayan estado en circulación al menos por un periodo no inferior a un año.

7. Estándar de Divulgación de la Información y Responsabilidad de la Comisión

Exige la legislación de valores que las solicitudes de registro y los informes que se presenten a la Comisión no contengan información ni declaraciones falsas sobre hechos de importancia, ni omitan información sobre hechos de importancia que deban ser divulgados por mandato legal o bien para que las declaraciones hechas en las solicitudes e informes no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en las que fueron hechas.

No obstante la Comisión no tiene responsabilidad alguna por la veracidad de la información o de las declaraciones contenidas en las solicitudes de registro o en los informes. De hecho exige que los emisores plasmen en los prospectos informativos una declaración en este sentido.

Referencia:

1. Leyes

Decreto Ley 1 de 1999 artículos 1, 8 y Títulos V y VI

2. Acuerdos

6-2000 de 19 de mayo de 2000
11-2000 de 3 de julio de 2000
14-2000 de 16 de agosto de 2000
01-2001 de 17 de enero de 2001
03-2003 de 20 de marzo de 2003
04-2003 de 11 de abril de 2003
08-2003 de 9 de julio de 2003
06-2005 de 9 de julio de 2005
07-2005 de 17 de junio de 2005

3. Opiniones

20-2000 de 15 de noviembre de 2000
03-2002 de 7 de junio de 2002
07-2002 de 28 de agosto de 2002
02-2003 de 20 de febrero de 2003
03-2003 de 9 de abril de 2003
04-2003 de 29 de abril de 2003
05-2003 de 23 de mayo de 2003
06-2003 de 29 de julio de 2003
09-2003 de 10 de diciembre de 2003
01-2004 de 9 de enero de 2004
04-2004 de 12 de marzo de 2004
09-2004 de 27 de julio de 2004
01-2005 de 11 de enero de 2005
02-2005 de 3 de febrero de 2005
04-2005 de 21 de marzo de 2005
08-2005 de 5 de mayo de 2005.

Capítulo II

La Oferta Pública de Compra de Acciones (OPA)

1. ¿Qué es una OPA?

La oferta pública de compra de acciones, conocida también como oferta pública de adquisición de acciones (OPA), se refiere a la oferta que hace una persona que manifiesta públicamente su intención de adquirir las acciones de una sociedad con el objeto de obtener el control efectivo de dicha sociedad.

Generalmente el precio ofrecido⁵³ por la persona interesada en adquirir el control de la sociedad, suele ser mayor al precio de cotización de las acciones de dicha sociedad, ya que esta diferencia (spread) funciona como un incentivo para que los propietarios de las acciones de la sociedad vendan dichas acciones al oferente.

Las ofertas públicas de adquisición son generalmente parte de procesos de fusión de empresas con acciones listadas en una bolsa de valores, por tanto la realización de la oferta está precedida de un correspondiente estudio económico, financiero y jurídico (due diligence), que permita determinar al futuro adquirente la viabilidad y conveniencia de la adquisición pretendida, así como conocer la verdadera situación de la empresa que pretende adquirir.

2. ¿Por qué razones se lanza una OPA?

Existen dos razones fundamentales por las que generalmente se lanza una OPA: 1. Rapidez respecto a la ejecución de la toma de control de la sociedad y 2. Evitar compras sucesivas que inciden en el precio de la acción, generando un alza significativa de dicho precio.

Con respecto a la rapidez en la ejecución de la operación de toma de control, debe tomarse en cuenta que las empresas cuyas acciones están listadas en una bolsa de valores son empresas públicas, por tanto sus accionistas pueden encontrarse geográficamente distantes, en distintos países o hasta continentes, lo cual entorpecería la toma de control. De no formularse una OPA, el oferente tendrá que encontrar a los accionistas, realizar su oferta y negociar la compra de las acciones de forma individual.

⁵³ Aun cuando generalmente el pago ofrecido como contraprestación en caso de OPA es en efectivo, también resulta admisible la realización de una OPA en la que, lo que se ofrezca sean acciones u otros valores.

Formulando una OPA pueden sortearse estos inconvenientes de forma mucho más rápida y eficiente, realizando una sola oferta a un mismo precio para todos los accionistas.

Por otro lado, si el oferente efectúa múltiples ordenes de compra de las acciones de cuya sociedad pretende tomar el control, provocaría una subida casi inmediata de los precios de dichas acciones, lo cual dejaría de ser consecuente con las proyecciones económicas de compra originales de quien quiere tomar el control de la sociedad ya que se haría casi imposible calcular el precio total de la compra que se desea realizar.

Esto es así porque la demanda continua de un mismo valor no pasa inadvertida en el mercado e iría haciendo subir paulatinamente el precio, de forma que la persona compradora podría calcular el precio de las primeras compras, pero no el precio de las últimas⁵⁴.

Como podemos observar el proceso conocido como OPA se presenta como un proceso de practicidad en el que, por un lado, quien intenta hacerse con el control de una sociedad, puede lograrlo de manera relativamente rápida y conociendo antemano el monto de la inversión a realizar, mientras que por el otro quienes detentan el control de dicha sociedad y desean vender sus acciones, reciben un pago superior al costo de mercado de dichas acciones.

3. La OPA según la finalidad perseguida

Quien formula una OPA, puede hacerlo persiguiendo distintas finalidades, la primera y más común sería la fusión de empresas, en la cual el que efectúa la oferta de compra, absorbe otra empresa.

Aun cuando lo que se pretenda sea adquirir el control efectivo de una empresa, la OPA puede tener la finalidad de adquirir dicho control para sacar a un competidor del mercado, comprando las acciones de dicha empresa realizando luego su disolución, este tipo de OPA es generalmente conocida como una OPA hostil.

Por otro lado la OPA puede realizarla el emisor de las acciones (la empresa) con la finalidad de adquirir sus propias acciones y así cancelar el listado de las acciones en una bolsa o mercado organizado o bien cancelar el registro de las acciones ante la Comisión,

⁵⁴ CACHÓN BLANCO, op. cit. p. 239.

con lo cual la empresa dejaría de ser pública. Este tipo de OPA es conocido como OPA de exclusión⁵⁵.

3. Clases de Regulación sobre OPA

A grandes rasgos pueden dividirse las regulaciones sobre OPA en regulaciones que implican una OPA voluntaria y aquellas en las que la formulación de una OPA es obligatoria.

3.1. OPAS Voluntarias

En nuestro país rige el sistema de las OPAS voluntarias, lo cual significa que quien tenga intención de hacerse con el control de una empresa pública, es decir con valores registrados en la Comisión, puede si así lo desea hacerlo a través de una oferta pública de compra, con todas las ventajas operativas y financieras que ya hemos indicado que representa. De igual forma tiene la facultad de hacerlo a través de negociaciones privadas en las que pueda adquirir (privadamente) un bloque significativo de acciones que implique obtener en total al menos el cincuenta y un por cien (51 %) del total de las acciones de la empresa.

Este modelo de regulación, en el cual es facultativo para quien quiere adquirir el control de una empresa, el lanzar una oferta o no, resulta probablemente de una concepción de regulación liberal que permite y deja al juego de la libertad empresarial la decisión respecto a la forma en la que se han de realizar las tomas de control.

Por tanto la característica básica de este modelo de regulación es la de considerar la figura de la OPA como una "técnica de adquisición"⁵⁶, sujeta (si se decide utilizarla) a un procedimiento y al cumplimiento de ciertos deberes (trato justo e igualitario, divulgación de información).

La OPA voluntaria por tanto cumple un importante papel de favorecer de los cambios de control, sea a través de una OPA o bien a través de otro método. Lo que se busca como objetivo final es hacer más eficientes las compañías públicas (con valores

⁵⁵ Para mayor información consultar expediente de OPA de Multiholding Corporation (sociedad propietaria de Bell South Panamá, S.A.), en la cual dicha sociedad ofreció públicamente comprar no menos del setenta y seis por cien (76%) de sus acciones en circulación, para luego dar paso a una negociación privada con la empresa estatal Telefónica Móviles de España.

⁵⁶ SALA y ANDRES, A. Las Opas Obligatorias ordinarias. J.M.Bosch Editor. Barcelona. 2000. p. 62.

registrados) y ello se logra con los reemplazos de administraciones por otras que se espera sean más eficientes. De esta forma ganan los accionistas y toda la economía de un país⁵⁷.

En cuanto a OPAS voluntarias, el modelo por excelencia resulta el estadounidense, regulado a través del *Williams Act de 1968*, existen otras legislaciones como la Suiza, la holandesa y la nuestra que prevén supuestos de OPA voluntaria o facultativa.

3.2. OPAS Obligatorias

En sistemas en los que rige la OPA obligatoria, la sola intención de adquirir un porcentaje de acciones tal que determine a su vez la obtención del control de una empresa pública deberá necesariamente realizar una oferta pública de adquisición sujeta a todos los requisitos, deberes y obligaciones que ello implica.

Los sistemas de OPA obligatoria tienen su génesis en las regulaciones europeas, específicamente en la de Gran Bretaña. No obstante también rigen para la mayoría de los países de Europa continental como lo son Francia, Bélgica, España, Italia y Portugal.

4. Qué Ofertas Públicas de Compra deben notificarse a la Comisión

Siempre que la oferta de compra se realice sobre acciones registradas de un emisor y se haga por un veinticinco por cien (25%) o más del capital emitido y en circulación de dicho emisor o bien por una cantidad de acciones que haga que como resultado de la compra de dichas acciones, la persona que hace la oferta adquiera más del cincuenta por cien (50%) del capital emitido y en circulación de dicho emisor, deberá notificar a la Comisión y cumplir con un conjunto de disposiciones y requisitos establecidos mediante Acuerdo de la Comisión⁵⁸.

Con respecto a los términos y condiciones de la oferta, estos serán de libre determinación por parte del oferente, siempre que cumpla con las disposiciones establecidas en el Decreto Ley de valores y los Acuerdo que dicte la Comisión sobre el tema.

5. A quiénes debe Notificarse el Lanzamiento de una OPA

⁵⁷ BARSALLO, C. ¿Qué es una OPA? Diario La Prensa, sección *Finanzas*. de 18 de noviembre de 2001.

⁵⁸ Ver Acuerdo No. 7-2001 de 4 de abril de 2001.

El lanzamiento de una OPA debe ser notificado por escrito a la Comisión en el momento en que se lance, o bien antes. Luego debe remitir al día siguiente de la notificación a la comisión la copia de dicha notificación, al emisor de las acciones. Asimismo debe remitirla a las bolsas de valores en que estén listadas las acciones objeto de oferta. La entrega de la copia de la notificación y de los demás documentos relacionados con la OPA a las personas antes indicadas debe hacerse al día siguiente de la notificación de la oferta en la Comisión.

6. Principios Básicos que deben Cumplirse una vez Formulada una OPA

Una vez sea realizada una oferta pública de compra y notificado a la Comisión de la misma, el oferente debe cumplir con dos principios básicos presentes en nuestra regulación y comunes a casi todos los sistemas reguladores de mercados organizados. Estos principios son: 1. trato igualitario y equivalente a todos los accionistas⁵⁹, 2. completa divulgación de información relevante sobre la oferta (full disclosure).

6.1. Trato Igualitario

La finalidad de este principio es la de que todos los accionistas tengan acceso al mismo tratamiento en caso de una OPA por veinticinco por cien (25%) o más del capital emitido y en circulación de un emisor o bien por una cantidad inferior que haga que como resultado de la compra de las acciones, la persona que compra obtenga más del cincuenta por cien (50%) del capital emitido y en circulación.

Este trato igualitario implica que a todos los accionistas les sea ofrecido el mismo precio por acción en las mismas condiciones, sin importar qué porcentaje de control tengan respecto de la empresa que se pretende adquirir.

6.2. Divulgación de la Información relevante sobre la Oferta

Su finalidad es la de garantizar que todos los accionistas tengan completa información a efectos de realizar un juicio de valoración sobre la conveniencia de vender o no sus acciones. La información que a estos efectos resulta generalmente relevante no solo es el

⁵⁹ Ver artículo No. 4 del Acuerdo No. 7-2001 de 4 de abril de 2001 que establece que *“toda OPA sobre acciones registradas en la Comisión tendrá que ser dirigida a la totalidad de los tenedores de dichas acciones en igualdad de términos y condiciones, y se deberá pagar el mismo precio de compra a todos los tenedores de dichas acciones que acepten la oferta”*.

precio ofrecido, muchas veces existen otros factores como la finalidad perseguida por el comprador, su trayectoria o su intención al comprar.

7. Documentos e Información a Presentar con la Notificación de OPA

La aludida notificación de una OPA debe presentarse ante la Comisión a través de un memorial, a través de apoderado legal (abogado) y debe indicarse lo siguiente:

1. Prospecto o folleto explicativo de la OPA.
2. Certificado de Registro Público, sobre la existencia y representación del oferente
3. Copia de los documentos de constitución y todas las reformas posteriores del pacto social y estatutos del oferente;
4. Documento que acredite la constitución de la garantía de la OPA
5. Cuando la notificación es anterior al lanzamiento de la oferta, el formato de los anuncios a publicar. (ver numeral siguiente).
6. Cuando la notificación es posterior al lanzamiento de la oferta, los correspondientes anuncios publicados.
7. Copia auténtica de los contratos instrumentales que celebre el oferente por razón de la OPA.
8. Copia del acta que autoriza al oferente a promover la OPA adoptada por el órgano competente de conformidad con lo establecido en el pacto social del oferente.
9. Estados financieros auditados de los tres últimos ejercicios fiscales y últimos estados financieros interinos del oferente.

En cuanto a la documentación utilizada en la formulación de una OPA, dicha documentación no puede contener información o declaraciones falsas sobre hechos de importancia de la OPA, ni puede omitir información o declaraciones sobre hechos de importancia que deban ser divulgados, o que deban ser divulgados para que las declaraciones hechas en dichos documentos no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en que fueron hechas.

8. Contenido de los Anuncios de formulación de la OPA

1. Identificación del o los oferentes.
2. Nombre del tercero no vinculado a la transacción designado por el oferente para recibir las aceptaciones y liquidar la oferta.
3. Nombre del emisor cuyas acciones se pretende adquirir.
4. Clase de acciones, cantidad mínima y máxima que se propone adquirir, así como el porcentaje que una y otra representan del capital social.
5. Precio que se ofrece pagar por cada uno de las acciones a adquirir, el cual debe expresar, cuando la contraprestación consiste en dinero, la moneda y, en su caso, el tipo de cambio.
6. Cuando la contraprestación consiste total o parcialmente en valores, descripción de los valores que se entregarán en intercambio así como la relación de canje respecto de cada uno de las acciones a adquirir.
7. Plazo de liquidación, modalidad de pago y forma en que se garantiza el mismo.
8. Plazo de la oferta, indicando fecha y hora límite.
9. Formalidades que deben cumplir y lugar en que los destinatarios de la oferta deben manifestar su aceptación, así como la forma y el plazo en que recibirán la contraprestación.
10. Indicación de los lugares en que el folleto explicativo y la documentación relativa a la oferta se encuentra a disposición de los accionistas.
11. Indicación de si se trata de la primera o segunda publicación del anuncio. Tratándose de la segunda publicación, debe indicarse que el plazo de aceptación comienza a computarse a partir del día siguiente.
12. Este anuncio debe publicarse, al menos por dos días distintos, en dos diarios de circulación nacional. A partir del día siguiente a la última publicación, comenzará a correr el plazo para la aceptación de la OPA.

En este sentido toda publicación que realice un oferente con posterioridad, con relación a la OPA, o sobre una OPA competidora o *contraopa*, en la cual se expresen

opiniones o criterios de valoración de una u otra, dirigida al público en general, accionistas o potenciales vendedores deberá ser realizada en forma de un comunicado público suscrito por las personas que tengan responsabilidad en cuanto a los criterios vertidos.

9. El prospecto explicativo de la OPA

Al igual que en el caso de oferta pública, al formularse una OPA debe presentar un prospecto explicativo que cumpla con las funciones de divulgación de información antes indicadas. Dicho prospecto explicativo debe contener como mínimo la siguiente información:

9.1. Información sobre el oferente

1. Nombre, documento de identificación y domicilio si es persona natural o, si es persona jurídica, denominación o razón social, domicilio, jurisdicción en que fue constituida, datos de inscripción en el Registro Público o entidad que haga dichas funciones, así como el nombre y documento de identificación de su representante legal.
2. Estructura organizativa: si el oferente es parte de un grupo, presente una lista y un diagrama del grupo y de la posición del oferente dentro del mismo.
3. Relación de las acciones del emisor de las que es propietario efectivo el oferente, su persona controladora, directores, dignatarios o ejecutivos, con indicación de aquellos adquiridos en los últimos ciento ochenta (180) días, señalando la fecha, cantidad, precio de adquisición y porcentaje que representa respecto del total de los valores de esa misma clase emitidos y en circulación.
4. Acciones emitidas por el oferente de propiedad del emisor o de su persona controladora, cuando sea el caso.
5. Acuerdos entre el oferente y la junta directiva del emisor, sus directores, dignatarios y ejecutivos del emisor, ventajas específicas que el oferente ha reservado a dichas personas y referencia a la cantidad y clase de acciones del oferente de las que son propietarios efectivos dichas personas.
6. Acuerdos entre los titulares de las acciones objeto de la OPA y el oferente, incluyendo una declaración expresa del oferente indicando que no se han efectuado ni se ha acordado efectuar pagos, retribuciones, donaciones o

contraprestaciones de cualquier tipo o por cualquier concepto a favor de cualquiera de dichos titulares directa o indirectamente, distintas a la contraprestación ofrecida en la OPA.

7. Declaración de cada uno de los firmantes del folleto explicativo especificando las secciones cuyo contenido ha elaborado o revisado, indicando que no ha encontrado ninguna razón que le lleve a pensar que el mismo contiene información inexacta o falsa o que omite información relevante para efectos de que el accionista se forme un juicio fundado sobre las implicaciones positivas y negativas de la OPA efectuada.
8. Información sobre la actividad y situación económico-financiera del oferente, con identificación de su patrimonio, ventas, activos totales, endeudamiento, y resultados, haciendo referencia expresa a cualquier salvedad o indicación relevante que conste en los estados financieros auditados del último ejercicio anual y no auditados del último trimestre.
9. Con respecto a la información indicada en los puntos 3, 4, 5 y 6 anteriores, el oferente debe indicar expresamente si no existen las relaciones o acuerdos a que se refieren dichos puntos.

9.2. Información sobre la Oferta

1. Denominación y domicilio del emisor.
2. Descripción de la estructura de capital del emisor.
3. Acciones a las que se extiende la OPA, con indicación de la cantidad por cada clase y del porcentaje que representan en cada caso respecto del capital social.
4. Plazo de aceptación de la oferta, con indicación de su fecha y hora límite. El oferente debe tomar las provisiones que sean necesarias en el evento de que el último día del plazo de aceptación coincida con día inhábil.
5. Contraprestación ofrecida por las acciones, incluyendo su respectiva sustentación técnica, especificando el precio por cada tipo de acción, y la relación de equivalencia entre los mismos con explicación de las diferencias entre los precios, así como el plazo de liquidación y modalidad de pago.
6. Condiciones legales que puedan afectar el perfeccionamiento de la OPA.

7. Condiciones estipuladas por el oferente que puedan afectar el perfeccionamiento de la OPA.
8. Tratándose de contraprestación en dinero, debe indicar la moneda en la que se efectuará el pago y, de ser el caso, el tipo de cambio.
9. Cuando la contraprestación consista total o parcialmente en valores, se debe incluir en el folleto explicativo:
 - a) Nombre del emisor y datos de inscripción en el Registro Público.
 - b) Información sobre la situación económico-financiera de la sociedad cuyos valores constituyen el medio de pago, con el detalle de los estados financieros auditados de forma que resulte posible formarse un adecuado juicio sobre la estimación de los valores ofrecidos. Tratándose de valores emitidos por el propio oferente, este requisito quedará satisfecho con la presentación de sus estados financieros.
 - c) Naturaleza y características de los valores, con expresa referencia de si gozan o no de derecho de voto.
 - d) Número máximo de acciones que el oferente se compromete a adquirir y, en su caso, número mínimo de acciones a cuya adquisición se condiciona la efectividad de la oferta.
10. Garantías constituidas por el oferente.
11. Eventual endeudamiento del oferente o del emisor para la financiación de la OPA, incluyendo un resumen de los principales términos y condiciones del mismo, con indicación de la modalidad, plazos y garantías; asimismo, debe indicarse cualquier otra obligación a asumir por el emisor en caso de resultar exitosa la OPA.
12. Nombre del tercero no vinculado a la transacción que el oferente designe para recibir las aceptaciones y liquidar la oferta y cualquiera otra gestión relacionada con la OPA.
13. Formalidades que deben cumplirse y lugar en que los destinatarios de la OPA deben manifestar su aceptación estableciéndose claramente el plazo de aceptación de conformidad con lo dispuesto en el artículo 98 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999; así como los gastos de aceptación y liquidación de la OPA que corran a cargo de los destinatarios (comisión de venta, en caso de ser aplicable) y la forma y plazo en que los destinatarios recibirán la contraprestación.
14. Mecanismo para la liquidación, con indicación de los plazos, procedimientos y responsabilidades aplicables.

15. Finalidad perseguida con la OPA y planes respecto al emisor, tales como fusiones, utilización de activos, modificaciones estatutarias, reorganización de los órganos de gobierno, iniciativas respecto a la inscripción en bolsa de los valores u otras actividades, con indicación expresa de si el oferente tiene previsto solicitarle la terminación del registro de los valores del emisor, de acuerdo con el Artículo 81 del Decreto Ley de valores.
16. Indicación expresa de si el oferente se reserva el derecho de retirar la OPA.
17. Cualquier otra información que el oferente considere oportuno incluir.

10. Plazo de Aceptación y Revocación

La oferta realizada debe tener un plazo de aceptación que no puede ser inferior a treinta días, contados a partir del día siguiente a la fecha en que se haya publicado el último anuncio del lanzamiento de la OPA.

Cualquier tenedor de acciones que haya aceptado vender sus acciones en una OPA puede revocar su aceptación antes de que venza el plazo de la oferta.

Por su parte el oferente puede reservarse el derecho de revocar la oferta en cualquier momento o por cualquier razón⁶⁰. Para poder reservarse este derecho debe quedar expresamente consignado en la notificación y demás documentos relativos a la OPA, por tanto en caso de que no indique expresamente el derecho de revocación, la oferta será irrevocable. También puede el oferente establecer expresamente desde un principio, si a bien lo tiene, que la oferta realizada será irrevocable.

11. Garantías

11.1. Obligación de Constitución de Garantía

Para poder efectuar una OPA el oferente debe acreditar que ha constituido una garantía suficiente a favor de un tercero no vinculado⁶¹ a la transacción, que asegure la liquidación de las obligaciones derivadas de la OPA.

⁶⁰ Generalmente las causas de revocación de la oferta se expresan en el sentido de no haber podido alcanzar el determinado número de acciones que se pretendía comprar, por tanto el oferente al no poder cumplir con el objetivo de tomar control del emisor, revoca la oferta.

⁶¹ Se entiende como tercero no vinculado a toda persona natural o jurídica que: a. conforme a la definición de la palabra, no es ninguna de dos o más de quienes se trata o que intervienen en un negocio y no tiene vinculación de ningún tipo con la transacción distinta a la de recibir la garantía para la liquidación de las obligaciones del oferente, de brindar servicios relacionados al recibo de las aceptaciones y proceder a la

Esta garantía puede constituirse en dinero, mediante garantía emitida por una entidad de crédito, o mediante fianza emitida por una compañía de seguros y deberá cubrir el cien por cien (100 %) del monto total de la OPA.

En el caso de que la contraprestación ofrecida consista en valores, el oferente debe acreditar que es tenedor de la totalidad de dichos valores, con instrucciones específicas (al custodia) para su utilización como liquidación de las obligaciones derivadas de la OPA.

Si se trata de títulos físicos (no desmaterializados), tal acreditación puede darse mediante su depósito en una central de valores u otra entidad autorizada por la Comisión y entrega de la certificación correspondiente al tercero no vinculado a la transacción.

En el caso de que se trate de títulos representados mediante anotaciones en cuenta (desmaterializados), o derechos bursátiles sobre activos financieros en cuentas de custodia, la acreditación de su disponibilidad puede darse mediante la entrega del certificado que emita el emisor.

Cuando la contraprestación se ofrezca en porciones de efectivo y valores, determinables por porcentajes mínimos y máximos, la garantía debe constituirse de la siguiente forma:

1. Para la porción en efectivo, la suma que represente el porcentaje máximo a pagar.
2. Para la porción en valores, se debe entregar en custodia al tercero no vinculado a la transacción, los valores que representen el porcentaje máximo a liquidar.

12. La Suspensión de Negociación de los Valores objeto de la OPA

Una vez ha sido notificado el lanzamiento de la OPA a la Comisión, esta ordena y notifica de inmediato y personalmente al emisor y al oferente la suspensión temporal de negociación de los valores afectados por la oferta⁶². Dicha suspensión debe indicar que se debe a que ha sido lanzada una OPA y debe ser comunicada a las bolsas de valores en la que estén listadas las acciones objeto de la OPA.

liquidación de la oferta; b. No es afiliada ni subsidiaria del oferente ni de la sociedad emisora de las acciones objeto de la OPA; c. es una persona natural o jurídica sobre la cual ni el oferente ni la sociedad emisora de valores objeto de la OPA ejercen control según al definición de control contenida en el Artículo 1 del Decreto Ley de valores.

⁶² Se entiende por valores afectados por la oferta las acciones de la sociedad emisora y las acciones del oferente.

La idea de dicha suspensión es la de evitar movimientos especulativos de las acciones objeto de la OPA, así como el posible perjuicio a inversionistas que por desconocimiento vendan las acciones de las que son tenedores a un precio inferior al precio ofrecido dentro de la OPA.

La suspensión de negociación queda sin efecto automáticamente y sin necesidad de trámite adicional a los cinco días hábiles contados a partir de la última publicación del anuncio de la OPA. En este último caso la Comisión procede, mediante resolución motivada, a decretar el levantamiento de la suspensión.

13. ¿Qué es el prorrateo?

En toda OPA, el oferente manifiesta la intención de comprar las acciones de la empresa que ha de adquirir, y el número de dichas acciones que pretende comprar o bien el porcentaje del total de acciones en circulación.

En el caso de que el oferente hubiese establecido en el prospecto un número máximo de acciones que desee comprar, y en efecto haya recibido aceptaciones por un número mayor al establecido en dicho máximo, deberá comprar las acciones a prorrata.

El prorrateo es el mecanismo previsto para distribuir entre las diferentes aceptaciones el número máximo de valores solicitado por el oferente⁶³, aunque nada obsta para que el oferente si lo desea adquiera totalmente los valores que exceden el monto de la oferta.

Este prorrateo se realiza adquiriendo las acciones en forma proporcional entre todos los aceptantes, en proporción al número de valores comprendidos en cada aceptación recibida.

14. Ofertas Competidoras o Contraopas⁶⁴

Existe la posibilidad de que la Comisión deba autorizar más de una OPA sobre una misma acción, es decir que una vez formulada una OPA sobre una empresa otra sociedad interesada en adquirir las acciones de dicha empresa, podrá formular una contrapropuesta con la finalidad de que los accionistas decidan vender a este última las acciones y así hacerse con el control de la empresa en cuestión.

⁶³ CACHÓN BLANCO, J. op cit. p. 241.

⁶⁴ Como referencia de procesos en los que se han producido ofertas competidoras consultar expediente de OPA de Banco del Istmo, S.A. sobre Primer Banco de Ahorros, S.A. (PRIBANCO) en el cual Banco General, S.A. realizó una oferta competidora. En este caso terminó adquiriendo el control de la sociedad objeto de la oferta Banco del Istmo, S.A., quien efectuó la OPA original.

14.1. Qué requisitos debe cumplir la Oferta Competidora

1. Deberá tener por objeto al menos la misma cantidad de acciones que la OPA original.
2. Debe notificarse a la Comisión y publicarse antes del vencimiento del plazo de aceptación de la OPA original cumpliendo con todos los requisitos establecidos al igual que la OPA original.

La oferta competidora puede ser lanzada en cualquier momento siempre que se haga antes del vencimiento del plazo de aceptación de la primera OPA y dicha oferta competidora no puede tener un plazo de aceptación mayor de treinta días.

Realizado el lanzamiento de la OPA competidora se prorroga automáticamente el plazo de aceptación de la primera OPA por 30 días más, abriendo un plazo común de aceptación para todas las ofertas. Durante el transcurso de este plazo común de aceptación, los oferentes pueden si a bien lo tienen a efectos de conseguir sus objetivos, hacer modificaciones a sus ofertas, sin limitación, hasta el vigésimo quinto día.

Referencia:

1. Leyes

Decreto Ley 1 de 1999, artículos 94 a 103

2. Acuerdos

02-2001 de 4 de abril de 2001.

3. Opiniones

01-2000 de 17 de mayo de 2000
02-2000 de 22 de mayo de 2000
03-2000 de 22 de mayo de 2000
04-2000 de 31 de mayo de 2000
05-2000 de 31 de mayo de 2000
06-2000 de 5 de junio de 2000
07-2000 de 7 de junio de 2000
07-2002 de 28 de agosto de 2002.

CUARTA PARTE

**LAS SOCIEDADES DE INVERSION, LOS ADMINISTRADORES DE INVERSION Y
LOS FONDOS DE PENSIONES**

Capítulo I

Sociedades de Inversión

1. Generalidades

Las sociedades de inversión (también conocidas como fondos de inversión), son lo que la doctrina denomina instituciones de inversión colectiva. Su función primordial es la de captar capitales del público para reinvertirlos de manera colectiva en carteras bastante diversificadas, disminuyendo así los riesgos de inversión.

La idea de la captación de fondos del público inversionista para ser manejado por un inversionista institucional (en este caso un administrador de inversiones) implica necesariamente el abaratamiento de costos de gestión (en comparación al manejo de una cartera individual) ya que es manejada por un administrador especializado, la mitigación del riesgo y generar una rentabilidad más alta a mediano y largo plazo.

La primera reglamentación en Panamá sobre las sociedades de inversión fue el Decreto de Gabinete No. 248 de 16 de julio de 1970 sobre Fondos Mutuos (el cual fue derogado por la ley 10 de 16 de abril de 1993), apareciendo posteriormente el Decreto No. 58 de 27 de octubre de 1993 por el cual se reglamenta la constitución de Fondos Mutuos (Sociedades de Inversión) contemplados en el Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970⁶⁵.

De acuerdo al Decreto Ley de valores una sociedad de inversión “es toda persona jurídica, fideicomiso o arreglo contractual que, mediante la expedición y la venta de sus propias cuotas de participación, se dedique al negocio de obtener dinero del público inversionista, a través de pagos únicos o periódicos, con el objeto de invertir y negociar, ya sea directamente o a través de administradores de inversión, en valores, divisas, metales e insumos, bienes inmuebles o cualesquiera otros bienes que determine la Comisión”.

Los fondos de inversión no son, pues, entidades, como las de crédito, que captan fondos para prestarlos; tampoco son puros emisores de valores que apelan al mercado para conseguir la financiación que precisan. Son, por el contrario, entidades que captan fondos del público para reinvertirlos colectivamente, aportando su interposición, sinergias o economías de escala que permiten una disminución de riesgos y de costes de

⁶⁵ En extenso, consultar *Las sociedades de inversión y su importancia en el mercado de valores*. Vence Campos, Cristina. Universidad de Panamá. 2003.

administración y una mayor capacidad de gestión, seguimiento y control financiero de la inversión⁶⁶.

2. Obligación de Registro

Tienen obligación de registrarse en la Comisión aquellas sociedades de inversión que:

1. por ofrecer públicamente sus cuotas de participación en la República de Panamá deban registrarse de conformidad con lo establecido en el Título VI (sobre Oferta Pública de Valores), y
2. aquellas que sean administradas en la República de Panamá (a menos que sean consideradas sociedades de inversión privada)

2.1. Sociedades de inversión que ofrezcan públicamente sus cuotas de participación en Panamá:

Se entenderá que hay una oferta pública de cuotas de participación de una sociedad de inversión cuando ésta o su administrador de inversiones, u otra entidad por cuenta de una de éstas, ofrezca los valores desarrollando actividades publicitarias en el territorio de la República de Panamá. Por actividad publicitaria se entiende toda forma de comunicación dirigida a los inversionistas con el fin de promover la suscripción o la adquisición de cuotas de participación de una sociedad de inversión. En todo caso habrá actividad publicitaria cuando el medio empleado para dirigirse al público sea a través de llamadas telefónicas iniciadas por el emisor u oferente, visitas a domicilio, cartas personalizadas, correo electrónico o cualquier otro medio informático, que formen parte de una campaña de difusión, comercialización o promoción.

La campaña publicitaria se entenderá realizada en territorio nacional siempre que esté dirigida a personas domiciliadas en Panamá. En caso de uso de correo electrónico o cualquier otro medio informático, se presumirá que la oferta se dirige a personas domiciliadas en Panamá cuando el emisor u oferente, o cualquier persona que actúe por cuenta de éstos en el medio informático, proponga la compra de los valores o facilite a las personas domiciliadas en territorio panameño la información necesaria para apreciar las características de la emisión u oferta y adherirse a ella.

2.2. Sociedades de Inversión Administradas en la República de Panamá

⁶⁶ CORTES, L.J. Mercado de Valores (I) Organización, La Inversión Colectiva en “Lecciones de Derecho Mercantil” Thompson, Civitas. Madrid. 2004.

Se considera que una sociedad de inversión es administrada en o desde Panamá siempre que se de una de las siguientes circunstancias:

- Que la sociedad de inversión designe un administrador de inversiones en la República de Panamá.
- Que el domicilio principal de la sociedad de inversión esté ubicado en la República de Panamá, o el prospecto y otro material publicitario indique que está ubicado en la República de Panamá.
- Que la sociedad de inversión designe un custodio en la República de Panamá.
- Que la cantidad de directores necesaria para adoptar una resolución de junta directiva de la sociedad de inversión (o de fiduciarios o de apoderados con facultades similares) tenga su domicilio en Panamá.

3. ¿Qué sociedades de inversión pueden registrarse en la Comisión?

Pueden registrarse diversos tipos de estructuras de sociedades de inversión, siempre que su estructura no haya sido prohibida por la Comisión, sin embargo están expresamente permitidas:

3.1. Sociedades de Inversión Simples: son aquellas con un solo tipo de cuotas de participación y una sola cartera de inversiones.

3.2. Sociedades de Inversión Paraguas: son aquellas con múltiples series de cuotas de participación y que cada una de dichas series representa un interés en una cartera de inversiones distinta.

3.3. Sociedades de Inversión de Múltiples Clases: aquellas con múltiples clases de cuotas de participación, cada clase con términos diferentes en cuanto al pago de las comisiones y de los gastos de suscripción, redención y servicios administrativos.

3.4. Fondo Principal Alimentado por Otros Fondos: son sociedades de inversión que a su vez invierte en otras sociedades de inversión, o bien en otras sociedades de inversión en cuyo caso se denomina *fondo de fondos*.

4. Categorías de Sociedades de Inversión en el Decreto Ley 1 de 1999

Existen diversas clasificaciones de sociedades de inversión, las cuales varían de acuerdo a la jurisdicción de que se trate, sin embargo nuestra legislación reconoce dos grandes categorías que son: 1. según la opción de redención y 2. según el riesgo.

4.1. Según la opción de redención

4.1.2. Sociedades de Inversión abiertas

Son sociedades de inversión abiertas aquellas que ofrezcan a sus inversionistas el derecho de solicitar periódicamente la redención de sus cuotas de participación, en forma parcial o total, al valor neto menos las comisiones, los cargos y los gastos descritos en el prospecto. Las sociedades de inversión abiertas podrán emitir una cantidad variable de cuotas de participación.

4.1.2. Sociedades de Inversión Cerradas

Se consideran sociedades de inversión cerradas aquellas que no ofrezcan a sus inversionistas el derecho de solicitar la redención de sus cuotas de participación antes de la liquidación de la sociedad de inversión o que sólo permitan la redención en circunstancias extraordinarias según lo establezca el Decreto Ley de valores o sus reglamentos.

4.2. De acuerdo al riesgo asociado con determinados objetivos y políticas de inversión

De conformidad con el tipo de riesgo asociado con determinados objetivos y políticas de inversión, tipos de cartera, y bienes, niveles de endeudamiento o de liquidez u otros parámetros, la Comisión puede establecer categorías de sociedades de inversión. La Comisión ha establecido que las sociedades de inversión según el riesgo de inversión pueden dividirse en:

4.2.1. Según el tipo de valores que componen la cartera

- a. De renta variable de renta variable.
- b. De renta fija pública o privada (siempre que el porcentaje de inversión total de estos valores en la cartera exceda del ochenta por cien (80 %)).

- c. De sociedades de inversión mixtas entre dos o más de esas categorías, cuando no alcancen tal porcentaje, en ninguno de los dos tipos de activos señalados.

4.2.2. Por la procedencia geográfica de los valores en los que inviertan

- a. Sociedades de inversión nacionales.
- b. Sociedades de inversión internacionales (estas pueden distinguirse por el ámbito territorial al que se refieran).

4.2.3. Sociedades de Inversión Inmobiliaria

Son aquellas que invierten el ochenta por cien (80%) en inmuebles o en títulos representativos de derechos sobre inmuebles.

4.2.4. Sociedades de Inversión en el Mercado Monetario

Aquellas que inviertan el ochenta por cien (80%) en activos a corto plazo en el mercado monetario.

4.2.5. Sociedades de Inversión en futuros e instrumentos derivados

Aquellas que invierten el ochenta por cien (80%) en futuros e instrumentos derivados.

5. Requisitos para el Registro de una Sociedad de Inversión

Para registrar una sociedad de inversión en Panamá, debe presentarse una solicitud ante la Comisión, a través de abogado idóneo para ejercer en la República de Panamá, y debe contener la siguiente información:

1. Nombre o razón social del solicitante y datos de constitución de la sociedad e inscripción en el registro público, en su caso. Tratándose de sociedades constituidas en jurisdicciones extranjeras, deben hacer la correspondiente inscripción en el Registro Público, en calidad de sociedad extranjera. En caso de

fideicomisos o contratos, datos de constitución. El instrumento respectivo debe estar elevado a escritura pública otorgada ante notario público.

2. El domicilio legal del solicitante, y la dirección comercial de la entidad en caso de que difiera de la legal.
3. Designación del administrador de inversiones que tendrá que contar con licencia expedida por la Comisión Nacional de Valores y dirección exacta del lugar donde llevará a cabo sus operaciones o sucursales. Cuando se trate de una sociedad de inversión auto administrada por ella misma deben presentar toda la documentación relativa a la persona natural que sea titular de la licencia de ejecutivo principal de administrador de inversiones y del oficial de cumplimiento. En caso de que la persona designada como ejecutivo principal de administrador de inversiones de la solicitante no sea titular de la licencia correspondiente, será admisible su designación únicamente si a la fecha de la presentación de la solicitud ya ha aprobado el examen de conocimiento requerido para la misma. En tal caso, el trámite correspondiente a la licencia de ejecutivo principal de administrador de inversiones se podrá surtir al mismo tiempo que el de registro de la sociedad de inversión, pero su concesión quedará condicionada a la concesión de dicho registro.
4. Designación del custodio de la sociedad de inversión.
5. Identificación del tipo de fondo de que se trata.
6. Capital social autorizado de la sociedad y patrimonio total mínimo con el cual se iniciará la operación de la sociedad. Cuando se trate de fideicomisos, debe declarar el patrimonio fideicomitado inicial.
7. Cantidad de cuotas de participación cuyo registro se solicita para ofrecimiento público y valor de oferta inicial.

Dicha solicitud debe contener en adición los siguientes documentos:

1. Copia auténtica de la escritura pública que contenga el acto constitutivo de la persona jurídica, o el instrumento de constitución del fideicomiso, que debe constar en documento público, o documento original autorizado ante notario público en el que se otorgue el contrato. El pacto social tendrá que disponer que se dedicará en exclusiva a operar como sociedad de inversión, sus libros serán llevados en la República de Panamá, su duración será perpetua, sus directores no deben ser otras personas jurídicas. El instrumento de fideicomiso, en el caso de sociedades de inversión que sean fideicomisos, debe prever la existencia de un organismo de

dirección con funciones similares a las de las juntas directivas de sociedades anónimas.

2. Certificado del Registro Público expedido dentro de los treinta días calendario anteriores a la fecha de la presentación de la solicitud, que acredite la existencia del solicitante, la identidad de los dignatarios, directores y representantes legales, domicilio y duración del solicitante.
3. Copia simple de la cédula de identidad personal de los directores y dignatarios de la solicitante, o de los fideicomitentes, según el caso, del fiduciario y de las personas que sean partes en el contrato, cuando éstos sean ciudadanos panameños o residentes en Panamá. En el caso de que todos o alguno de los directores de la solicitante sean extranjeros, deben aportarse copias del documento de identidad de su país de origen y de su pasaporte, o en defecto de este último, de alguna otra identificación satisfactoria a juicio de la Comisión.
4. Estados financieros auditados correspondientes al último ejercicio fiscal, si se trata de persona jurídica ya constituida y en funcionamiento previamente, y en otro caso, un balance inicial de operaciones del fideicomiso, auditado por auditor independiente.
5. Hoja de vida de los directores y dignatarios, representante legal, y personas que en el contrato aparezcan con facultades de administración del patrimonio de la sociedad de inversión.
6. Prospecto informativo de la sociedad de inversión.
7. Copia del contrato firmado, en su caso, con el administrador de inversiones y copia del contrato firmado con el custodio.
8. Copia de los contratos de comercialización que se hayan firmado, en su caso, con bancos y casas de valores que, de acuerdo con su plan de negocios, puedan desempeñar tales funciones.
9. Borrador de código de conducta para el caso de que se trate de una sociedad de inversión que asuma su propia administración y representación.
10. Anuncios y demás materiales publicitarios que la sociedad de inversión pretenda utilizar, incluyendo el aviso de oferta pública.
11. En el caso de que se vayan a contratar los servicios de una entidad extranjera para la sub administración de parte o la totalidad de la cartera del fondo, borrador del contrato que se suscribirá.

12. Modelo del contrato de inversión que se suscribirá entre cada inversionista del fondo y la sociedad administradora de inversiones. La Comisión Nacional de Valores, puede establecer un contenido mínimo para este contrato o lineamientos a los que deban sujetarse las sociedades administradoras en su elaboración.
13. En el caso de que vayan a utilizar agentes de venta, información sobre los recursos humanos y técnicos de que estos dispondrán para brindar tal servicio; así como el borrador de los contratos correspondientes.
14. En el caso de fondos que representen sus participaciones por medio de macro título, borrador del contrato que se suscribirá con la central de valores.
15. Borrador de acta que refleje los términos y condiciones relacionados con la operación de la sociedad de inversión, emitida por su junta directiva u órgano de dirección que contenga al menos los siguientes parámetros: a. denominación de la sociedad de inversión; b. plazo de duración; c. política de inversión de los recursos, debiendo detallarse a lo menos, los tipos de activos en que se invertirán éstos, la política de diversificación de las inversiones del fondo, el tratamiento de los excesos de inversión y su política de liquidez; d. política de reparto de los beneficios; e. comisión de administración; f. gastos de operación que puedan atribuirse al fondo; g. normas respecto a información obligatoria a proporcionar a los participantes; h. política sobre aumentos de capital, y para el caso que se contemplare realizar disminuciones voluntarias y parciales de capital, de acuerdo al reglamento de esta ley, los términos, condiciones y plazos para llevarlas a efecto; i. política de endeudamiento; j. política de retorno de los capitales; k. materias que corresponderán al conocimiento de la asamblea extraordinaria de los participantes;

6. Familias de Fondos

En el caso de que varias sociedades de inversión deseen operar conjuntamente bajo el concepto de "familia" o "grupo" de sociedades de inversión, situación que se produce generalmente en el caso de grupos de sociedades administradas por un grupo económico común, pueden registrarse en la Comisión en forma simultánea y mediante una solicitud conjunta sujeta al cumplimiento de requisitos y documentación ya indicada.

7. Sociedades de Inversión constituidas como Fideicomisos

También pueden registrarse en la Comisión sociedades de inversión constituidas como instrumentos de fideicomiso. En este caso son igualmente de aplicación todos los requisitos antes mencionados para su registro (en lo que les fuere aplicable).

8. Las Sociedades de Inversión Privadas

8.1. ¿Qué es una sociedad de Inversión Privada?

Este tipo de sociedades de inversión no son consideradas sociedades de inversión registradas en la Comisión Nacional de Valores y por tanto no están sujetas a las reglas comunes de las sociedades de inversión registradas, es decir al Capítulo II del Título IX del Decreto Ley de valores. La Comisión podrá sancionar cualquier representación o declaración que haga la sociedad de inversión privada o su administradora de inversión, respecto a que dicha sociedad es una sociedad de inversión registrada en la Comisión.

Se consideran sociedades de inversión privadas aquellas sociedades de inversión administradas en la República de Panamá o desde ésta, cuyas cuotas de participación no sean ofrecidas en la República de Panamá y cuyo pacto social, instrumento de fideicomiso o documento constitutivo contenga, algunas de las siguientes características o disposiciones:

1. Una disposición que limite la cantidad de propietarios efectivos de sus cuotas de participación a cincuenta, o que obliga a que las ofertas se hagan mediante comunicación privada y no a través de medios públicos de comunicación.
2. Una disposición que establezca que sus cuotas de participación sólo se podrán ofrecer a inversionistas calificados en montos mínimos de inversión inicial de cien mil balboas (B/. 100,000.00).

8.2. Requisitos para iniciar operaciones en Panamá

8.2.1. Nombramiento de Representante

Las sociedades de inversión privadas deben designar un representante en Panamá, el cual puede ser: 1. un administrador de inversiones; 2. una casa de valores; 3. un asesor de inversiones; 4. un banco con licencia otorgada por la Superintendencia de Bancos; 5. una

firma de contadores públicos autorizados; 6. un abogado o una firma de abogados. También podrán serlo otras personas que expresamente autorice la Comisión.

Este representante debe estar debidamente facultado y tener suficientes poderes para representar a la sociedad de inversión privada ante la Comisión, así como para poder recibir notificaciones tanto administrativas como judiciales.

8.2.2. Documentos a entregar a su representante en Panamá

Previo a su inicio de operaciones en Panamá, las sociedades de inversión privadas deben entregar a su representante los siguientes documentos e información:

1. Copia del pacto social o del instrumento de fideicomiso o del documento mediante el cual se constituyó la sociedad de inversión privada, con todas sus reformas vigentes a la fecha.
2. Copia del prospecto o documento similar que se utilice para ofrecer las cuotas de participación de la sociedad de inversión privada.
3. Estados financieros auditados de la sociedad de inversión privada para el último año fiscal.
4. Certificado de existencia de la sociedad de inversión privada, expedido por un ente gubernamental competente en la jurisdicción de constitución de la sociedad de inversión privada u otra prueba similar de su existencia.
5. Documentos que acrediten la designación del representante de la sociedad de inversión privada en la República de Panamá.
6. Documentos que comprueben que la sociedad de inversión privada cumple con los requisitos para ser considerada como una sociedad de inversión privada según el artículo 136 del Decreto Ley 1 de 1999.
7. Nombre y dirección de la sociedad de inversión privada, de su administrador de inversiones, de su oferente y de su custodio, así como de los directores y los ejecutivos principales de éstos.

Las sociedades de inversión privadas están obligadas a reportar a su representante en la República de Panamá cualquier cambio en la información o en la documentación que

describe el párrafo anterior dentro de los ciento veinte días siguientes a la fecha en que ocurra dicho cambio.

En igual forma las sociedades de inversión privadas deben entregar a su representante una copia de sus estados financieros auditados dentro de los ciento veinte días siguientes al cierre de cada año fiscal.

Esta información y documentación puede ser inspeccionada en cualquier momento por la Comisión. El representante tiene la obligación de mantener dicha información y dicha documentación por un período de tres años desde la fecha en que deje de actuar como representante de la sociedad de inversión privada en la República de Panamá.

8.2.3. Deber de notificar a la Comisión

Antes del inicio de operaciones en Panamá, las sociedades de inversión privada deben notificar a la Comisión, a través de abogado, que han cumplido con los requisitos ya indicados para ser considerada como una sociedad de inversión privada.

Los prospectos y otros documentos similares que se utilicen para ofrecer las cuotas de participación de una sociedad de inversión privada deben contener una leyenda sujeta a la aprobación de la Comisión que indica que dicha sociedad de inversión privada no está registrada en la Comisión ni está sujeta a su fiscalización.

9. Sociedades de inversión auto administradas

En nuestra legislación se permite que las sociedades de inversión asuman su propia administración, obviando por tanto, la utilización del administrador de inversiones. No obstante esta figura en la que el vehículo (la sociedad) cumple además las veces de administrador, está sujeta a una serie de requisitos, que garanticen el correcto desenvolvimiento de la función que cumple la inversión colectiva.

En este sentido los requisitos para que la Comisión autorice a una sociedad de inversión su auto administración son los siguientes:

1. La sociedad de inversión debe contar con una junta directiva o su equivalente formada por no menos de tres miembros. Todos ellos personas de reconocida honorabilidad⁶⁷ empresarial o profesional.
2. Al menos una tercera parte de los miembros de la junta directiva deben tener conocimientos y experiencia⁶⁸ adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores o el sector financiero en general. La honorabilidad, conocimientos y experiencia son exigibles también en los demás ejecutivos principales de la sociedad, así como, en las personas naturales que representen a las personas jurídicas en las juntas directivas o sus equivalentes.
3. Contar con una buena organización administrativa y contable y medios técnicos y humanos adecuados para la gestión y administración de la sociedad de inversión de conformidad con su prospecto y su norma constitutiva.
4. Deben contar con un reglamento interno de conducta, de acuerdo con las disposiciones que le sean aplicables del Acuerdo No.5-2003 de 25 de junio de 2003 de la Comisión Nacional de Valores, en el que, de modo expreso, se prevé el régimen de operaciones personales de los dignatarios, directores, ejecutivos principales, empleados y apoderados, así como mecanismos de control que incluyan, en particular, un régimen de operaciones personales de sus directores, dignatarios, ejecutivos y empleados de la entidad y, en su caso, el régimen de operaciones vinculadas.
5. Designar a la persona que ejercerá el rol de oficial de cumplimiento, el cual tiene la responsabilidad de velar porque la sociedad de inversión auto administrada, sus directores, dignatarios, empleados cumplan con sus obligaciones según el Decreto Ley de valores y sus Acuerdos. Dicha persona podrá ser cualquier miembro de la organización.

⁶⁷ Se entiende que tienen honorabilidad comercial y profesional quienes hayan observado una trayectoria personal de respeto a las leyes mercantiles u otras que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales y financieras. Por su parte se entiende que carece de tal honorabilidad quien esté incurso en alguna de las siguientes causas de incapacidad para ocupar cargos: a. Que en los últimos diez años haya sido condenada en la República de Panamá, o en una jurisdicción extranjera, por delitos contra el patrimonio, por delitos contra la fe pública, por delitos relativos al blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo, por delitos contra la inviolabilidad del secreto, por la preparación de estados financieros falsos o que hayan sido condenadas por cualquier otro delito que acarree pena de prisión de uno o más años. b. Las que en los últimos cinco años se les hubiese revocado en la República de Panamá, o en una jurisdicción extranjera, una autorización o licencia necesaria para desempeñarse como miembro de una organización autorregulada, casa de valores, asesor de inversiones, administrador de inversiones, ejecutivo principal, corredor de valores o como analista. c. Las que hubiesen sido declaradas en quiebra, sin que hayan sido rehabilitadas. *Ver literal a, del numeral 1 del artículo 14 del Acuerdo No. 5-2004 de 23 de julio de 2004.*

⁶⁸ Se entiende que poseen conocimientos y experiencia adecuados para ejercer sus funciones quienes han desempeñado al menos, durante un plazo no inferior a dos años, funciones de similar responsabilidad en otras entidades públicas o privadas.

En el caso de que las sociedades de inversión auto administradas sean constituidas en forma de fideicomisos, quien actúa en calidad de fiduciario debe cumplir con todos los requisitos y condiciones ya explicados. De igual forma debe contar con un funcionario o empleado que haya obtenido la licencia de ejecutivo principal de administrador de inversiones, siendo esta persona la responsable de ejecutar las políticas de inversiones de la sociedad de inversión.

Referencias:

1. Leyes

Decreto Ley 1 de 1999, artículos 104 a 137

2. Acuerdos

05-2004 de 23 de julio de 2004

3. Opiniones

09-2000 de 3 de agosto de 2000

21-2000 de 4 de diciembre de 2000

03-2001 de 26 de enero de 2001

04-2002 de 19 de julio de 2002

15-2004 de 17 de septiembre de 2004

Capítulo II

Administradores de Inversión

1. ¿Qué es un Administrador de Inversión?

Toda sociedad de inversión tiene que ser manejada o administrada por una persona con licencia de administrador de inversiones, quien se dedicará a realizar la compra y venta de valores y activos financieros en nombre de la sociedad de inversión que administre.

Un administrador de inversiones es toda persona a la que una sociedad de inversión le delegue, individualmente o en conjunto con otras personas, la facultad de administrar, manejar, invertir y disponer de los valores y los bienes de la sociedad de inversión.

Los administradores de inversiones pueden prestar servicios de tipo administrativo a las sociedades de inversión tales como servicios de contabilidad, secretariales, prestación de domicilio o directores, manejo de relaciones con accionistas, de pago, registro, y transferencia y demás servicios administrativos similares, sin embargo dicha sola prestación no constituye a la persona que los presta en un administrador de inversiones.

2. Licencia de Administrador de Inversiones

Al igual que el resto de personas reguladas y sujetas a fiscalización por parte de la Comisión se requiere de una licencia expedida por la Comisión para dedicarse a ejercer el negocio de administrador de inversiones.

Se requiere de licencia de administrador de inversiones:

1. Para ejercer el negocio de administrador de inversiones en la República de Panamá o desde esta.
2. Las personas que presten servicios de administrador de inversiones a sociedades de inversión que no estén registradas en la Comisión.
3. Los administradores de inversión de sociedades de inversión que ofrezcan públicamente sus acciones en la República de Panamá, aún cuando dichos administradores no presten sus servicios en la República de Panamá o desde ésta.

Los sujetos con licencia de casa de valores pueden dedicarse al negocio de administrador de inversiones, para lo cual tendrán que obtener la correspondiente licencia.

3. Requisitos para la obtención y conservación de la licencia de administrador de inversiones

1. Dedicarse en exclusiva a actividades propias del negocio de administrador de inversiones.
2. Si es persona jurídica, su pacto social debe prever lo siguiente: a. Su objeto social debe ser adecuado a las actividades propias del negocio de administrador de inversiones, según se definen en el Decreto Ley de valores, b. la duración de la sociedad tendrá que ser perpetua, c. el capital social debe ser adecuado a los requerimientos de patrimonio total mínimo pagado y las acciones que lo representen podrán ser emitidas únicamente en forma nominativa, d. los libros de comercio y otros exigidos por la legislación mercantil deben ser llevados y mantenidos en la República Panamá, e. sus directores no podrán ser otras personas jurídicas.
3. Contar con una junta directiva o su equivalente formada por no menos de tres miembros, todos ellos personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional. Al menos una tercera parte de los miembros de la junta directiva deben tener además conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores o el sector financiero en general. Tales condiciones de honorabilidad, conocimientos y experiencia serán exigibles también en los demás ejecutivos principales de la entidad. Se entenderá que tienen honorabilidad comercial y profesional quienes hayan venido observando una trayectoria personal de respeto a las leyes mercantiles u otras que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales y financieras. En todo caso, se entenderá que carece de tal honorabilidad quien este incurso en una causa de incapacidad para ocupar cargos, de acuerdo con lo previsto en el artículo 50 del Decreto Ley de valores. Se considera que poseen conocimientos y experiencia adecuados para ejercer funciones en un administrador de inversiones quienes hayan desempeñado, durante un plazo no inferior a dos años, funciones como ejecutivos principales o funciones de similar responsabilidad en otras entidades públicas o privadas, del sector financiero.

4. Contar con la cantidad de ejecutivos principales que el volumen de negocios de la entidad demande, quienes tendrán que contar con las correspondientes licencias expedidas por la Comisión. Todo administrador de inversiones debe nombrar al menos a una persona que sea titular de licencia de ejecutivo principal de administrador de inversiones. A los efectos de la definición de ejecutivo principal, y de conformidad con lo establecido en el artículo 1 del Decreto Ley de valores se entenderá que desempeñan responsabilidades claves el gerente general, el oficial de cumplimiento, así como las demás personas que tengan cargos ejecutivos de dirección y operación del negocio de la entidad. El hecho de ser dignatario o miembro de la junta directiva no determinará por sí mismo el tener el carácter de ejecutivo principal. Serán también considerados ejecutivos principales las demás personas que presten funciones de alta administración, dirección, estrategia, control o asesoramiento a la entidad. La Comisión podrá requerir a cualquier persona dentro de la organización de un administrador de inversiones que realice funciones de esta naturaleza que obtenga la licencia correspondiente.
5. Contar con un oficial de cumplimiento, quien tendrá que ser titular de licencia de ejecutivo principal expedida por la Comisión, y con los manuales y reglamentos que sean necesarios y requeridos para que el administrador cumpla con las medidas de prevención de blanqueo de capitales, según las leyes aplicables y los acuerdos que dicte la Comisión.
6. Contar con una organización administrativa y contable y medios técnicos y humanos adecuados para prestar los servicios propios a su licencia y para cumplir y fiscalizar que sus directores, dignatarios y empleados cumplan, con las disposiciones del Decreto Ley de valores y disposiciones de desarrollo, así como que tengan establecidos procedimientos de control interno y de seguridad en el ámbito informático que garanticen la gestión sana y prudente de la entidad. En caso de que la entidad solicitante sea afiliada o subsidiaria de un grupo económico, la Comisión podrá autorizar que compartan de forma permanente o temporal oficinas, equipo y personal, circunstancia que debe quedar debidamente documentada mediante contratos de arrendamiento, servicios administrativos (incluyendo mantenimiento de registros, soporte informático), servicios profesionales, y todos los demás que fueran necesarios para la acreditación de que cuenta con la organización administrativa necesaria para el desarrollo del negocio. En especial, debe establecer normas de funcionamiento y procedimientos adecuados para facilitar que todos sus miembros puedan cumplir en todo momento sus obligaciones y asumir las responsabilidades que les corresponden de acuerdo con el Decreto Ley de valores, y demás disposiciones legales y reglamentarias aplicables, incluidas a título meramente indicativo y sin que la mención sea excluyente todas las obligaciones referentes a la confidencialidad de los clientes y sus cuentas y las medidas para prevenir el uso indebido de

información privilegiada. Debe igualmente disponer de los medios adecuados para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio prestado y para el adecuado cumplimiento de las normas sobre blanqueo de capitales, de conducta, de control interno y de evaluación de riesgos y para el correcto desarrollo de las normas de supervisión e inspección de la Comisión Nacional de Valores.

Para obtener la licencia será necesario que la persona o entidad cuente con los medios personales y técnicos y la organización administrativa que sea suficiente para iniciar las operaciones y actividades propias a su licencia, e iniciar efectivamente tales operaciones dentro del plazo de tres meses contados a partir de la notificación de la Resolución que le otorga la licencia.

7. Presentar oportunamente los estados financieros interinos y auditados, respecto de sí misma y de las sociedades de inversión bajo su administración, que fueran exigidos de conformidad con los Acuerdos aplicables, así como cualquier otro reporte específico que adopte la Comisión mediante Acuerdo.
8. Adoptar y mantener en funcionamiento un reglamento interno de conducta, conforme lo previsto en el Acuerdo No. 5-2003 de la Comisión Nacional de Valores, en el que de modo expreso, se prevea el régimen de operaciones personales de los dignatarios, directores, ejecutivos principales, empleados y apoderados, así como los procedimientos y mecanismos internos que sean necesarios y pertinentes al cumplimiento del Decreto Ley de valores y sus Acuerdos.
9. Mantener actualizada toda la información que sobre el administrador de inversiones haya sido presentada a la Comisión.
10. Tener su domicilio social y comercial, su efectiva administración y dirección, así como los documentos, libros y registros de acciones, en el territorio de la República de Panamá.
11. Obtener las demás autorizaciones y registros que la legislación mercantil general requiera para la prestación de servicios.
12. Mantenerse al día en el pago de la tarifa de supervisión que les corresponda.
13. Cumplir con los demás requisitos establecidos por el Decreto Ley de valores y sus Acuerdos para el otorgamiento de la correspondiente licencia y la operación del negocio.

14. Tener un patrimonio total mínimo de ciento cincuenta mil Balboas (B/.150,000.00). El patrimonio total mínimo corresponde al capital y reservas de los accionistas de la empresa y está representado por las siguientes cuentas: capital efectivamente pagado a la fecha del balance; mayor valor obtenido en la colocación de acciones de pago respecto al valor nominal; reservas declaradas; ganancias o pérdidas generadas en ejercicios anteriores y la utilidad o pérdida generada del ejercicio. Este patrimonio total mínimo se ajustará una vez la Comisión Nacional de Valores dicte el Acuerdo sobre recursos propios y supervisión prudencial.
15. Contratar y mantener vigentes las pólizas, fianzas o garantías que de conformidad con el artículo 123 del Decreto Ley de valores le correspondan al administrador de inversiones para cubrir por los riesgos de hurto, robo o apropiación indebida, por parte de sus directores, dignatarios, ejecutivos principales y empleados, en virtud del acceso a los valores y dineros de la sociedad de inversión ya sea físicamente o mediante autoridad para administrar o disponer de dichos valores o dineros, ya sea individualmente o en conjunto con otros. La garantía debe asegurar, como mínimo, el cinco por ciento (5%) de cada millón de balboas bajo administración, al cierre del año anterior. Dichas pólizas, fianzas o garantías deben ser contratadas por el administrador tan pronto inicie la administración de la cartera correspondiente a la sociedad de inversión, y ser ajustada en la medida en que se inicie la prestación de servicios a otras sociedades de inversión. Copia de la póliza, fianza o garantía debe ser remitida a la Comisión.

4. Solicitud y Documentos a aportar

4.1. Solicitud

Toda persona que aspire a obtener una licencia de administrador de inversiones, debe presentar una solicitud de expedición de la correspondiente licencia dirigida a la Comisión, la cual debe contener la siguiente información:

1. Razón social del solicitante.
2. Nombre comercial en caso de que difiera del nombre o razón social.
3. Datos de constitución de la sociedad.
4. Domicilio legal del solicitante.

5. Dirección exacta del establecimiento donde llevará a cabo sus operaciones y las de sus sucursales, en caso de existir tales.
6. Capital social autorizado y patrimonio total pagado de la sociedad.
7. Identificación de la persona o personas que se nombren como ejecutivos principales (mínimo una persona), que debe contar con la correspondiente licencia de ejecutivo principal de administrador de inversiones. En caso de que la persona designada como ejecutivo principal de administrador de inversiones de la solicitante no sea titular de la licencia correspondiente a tal cargo, será admisible su designación únicamente si a la fecha de presentación de la solicitud de licencia de administrador de inversiones ya ha aprobado el examen de conocimiento requerido para la misma. En tal caso, el trámite correspondiente a la licencia de ejecutivo principal de administrador de inversiones se podrá surtir al mismo tiempo que el de licencia del administrador de inversiones, pero su concesión quedará condicionada a la concesión de licencia de esta última.
8. Identificación de la persona que se nombre como oficial de cumplimiento, quien tendrá que contar con licencia de ejecutivo principal. En caso de que la persona designada como oficial de cumplimiento de la solicitante no sea titular de la licencia correspondiente a tal cargo, será admisible su designación únicamente si a la fecha de presentación de la solicitud de licencia de administrador de inversiones ya ha aprobado el examen de conocimiento requerido para la misma. En tal caso, el trámite correspondiente a la licencia de ejecutivo principal se podrá surtir al mismo tiempo que el de licencia de administrador de inversiones, pero su concesión quedará condicionada a la concesión de esta última.
9. Fecha en que proyecta iniciar operaciones.
10. Nombres de los propietarios efectivos que tengan control del administrador de inversiones y presentación de la composición accionaria de la sociedad solicitante.
11. Tratándose de una sociedad que es o será subsidiaria o afiliada dentro de un grupo económico, identificación de su posición dentro del grupo económico y de la sociedad bajo la cual consolida, de conformidad con lo Acuerdos que dicte la Comisión sobre forma y contenido de los estados financieros que deben presentar las personas registradas o sujetas a reporte ante la Comisión.

4.2 Documentos a aportar con la solicitud

A la solicitud de expedición de licencia de administrador de inversiones deben aportarse los siguientes documentos:

1. Poder y solicitud, tramitada por abogado idóneo.
2. Copia simple del pacto social y de las reformas a éste si las hubiera, debidamente inscritos en el Registro Público, el cual debe ser adecuado a los efectos de lo dispuesto en el artículo 66, numeral 2 del Acuerdo No. 5-2004⁶⁹.
3. Certificado de existencia y representación de la sociedad solicitante en la cual conste el nombre, fecha y datos de constitución e inscripción, duración, vigencia, suscriptores, directores, dignatarios, representante legal, capital social, poderes inscritos y agente residente de la solicitante, expedido por el Registro Público dentro de los treinta días anteriores a la fecha de presentación de la solicitud.
4. Copia simple de la cédula de identidad personal de los directores y dignatarios de la solicitante, cuando éstos sean ciudadanos panameños o residentes en Panamá. En el caso de que todos o algunos de los directores y dignatarios de la solicitante sean extranjeros, tendrán que aportarse copias del documento de identidad de su país de origen y de su pasaporte, o en defecto de este último, de alguna otra identificación satisfactoria a juicio de la Comisión. En el caso de que se trate de documentos emitidos en el extranjero, éstos tendrán que presentarse apostillados o cumplir con los trámites consulares correspondientes.
5. Recibo de ingreso expedido por la Comisión Nacional de Valores en el cual conste el pago de la tarifa de registro correspondiente.
6. Para los efectos de la presentación de la información sobre los directores, dignatarios el o los ejecutivos principales de la solicitante el formulario DMI-4, correspondiente a cada uno de los directores y dignatarios de la solicitante, debidamente firmados por cada uno de ellos.
7. En caso de existir directores suplentes se debe remitir la información correspondiente a los mismos.

⁶⁹ Este artículo establece que el pacto social debe prever que: a. su objeto social debe ser adecuado a las actividades propias del negocio de administrador de inversiones, según se definen en el Decreto Ley de valores; b. la duración de la sociedad deberá ser perpetua; c. el capital social deberá ser adecuado a los requerimientos de patrimonio total mínimo pagado establecidos por la CNV y las acciones que lo representen podrán ser emitidas únicamente en forma nominativa; d. los libros de comercio y otros exigidos por la legislación mercantil deberán ser llevados y mantenidos en la República Panamá; e. sus directores no podrán ser otras personas jurídicas.

8. Estados financieros anuales auditados por un contador público autorizado independiente correspondiente a los dos últimos períodos fiscales, elaborados de conformidad con los Acuerdos dictados por la Comisión sobre la forma y contenido de los estados financieros de las personas registradas o sujetas a reporte ante la Comisión y estados financieros interinos trimestrales que se hayan preparado hasta la fecha de la presentación de la solicitud. Si la solicitante está en etapa pre-operativa al momento de presentar la solicitud, debe presentar un balance general inicial de operaciones auditado por un contador público autorizado independiente.
9. Dos o más referencias bancarias y comerciales de la persona solicitante. Si se trata de un solicitante en fase pre-operativa, las cartas de referencias bancarias y comerciales deben ser presentadas sobre sus accionistas. Las cartas de referencia que deben acompañarse a la solicitud de licencia deben emitirse por personas que no estén interesadas en la solicitud de la licencia o formen parte de sociedades afiliadas interesadas en ella.
10. Tampoco se admitirán cartas de referencia personal redactadas por los asesores legales, auditores o personas que presten servicios profesionales a las personas a las que tales cartas se refieran. Las cartas de referencia deben incorporar datos de identificación y de contacto de las personas que las firman. Si están otorgadas en el extranjero, deben ser debidamente legalizadas para ser aportadas a la solicitud.
11. Dos o más referencias bancarias y personales de cada uno de los directores, dignatarios y ejecutivos principales de la entidad, con las mismas características previstas en el numeral 8 de este artículo.
12. Modelos de los contratos a usar con sus clientes en el desarrollo de sus actividades.
13. Para los efectos de la presentación de información sobre los propietarios efectivos de las acciones que tengan control del administrador de inversiones, el formulario DMI-3 debidamente suscrito por el representante legal de la sociedad u otro director o dignatario debidamente autorizado. Además, se aportará, si son personas naturales, información sobre su trayectoria y actividad profesional, y si son personas jurídicas sus pactos sociales e información financiera de los dos últimos ejercicios, la composición de sus juntas directivas o equivalentes y la estructura detallada del grupo de sociedades al que eventualmente pertenezcan. La información contenida en estos documentos no será de acceso público.
14. Borrador de reglamento interno de conducta, de acuerdo con lo previsto en el Acuerdo No.5-2003 de la Comisión Nacional de Valores, en el que, de modo expreso, se prevea el régimen de operaciones personales de los dignatarios,

directores, ejecutivos principales, empleados y apoderados, así como la regulación de demás aspectos contemplados en el Decreto Ley de valores.

15. Declaración jurada de las personas que vayan a actuar como dignatarios, directores y ejecutivos principales, de que no están incurso en las causas de incapacidad fijadas en el artículo 50 del Decreto Ley de valores.
16. Borrador del manual que desarrollará la ejecución de la política “conozca su cliente”.
17. Cualquier información o documentación adicional o complementaria que la Comisión estime necesaria para la acreditación del cumplimiento de las condiciones requeridas por el Decreto Ley de valores y sus disposiciones reglamentarias para la expedición de la licencia.

Referencia:

1. Leyes

Decreto Ley 1 de 1999, artículos 138 a 145

2. Acuerdos

Acuerdo No. 05-2004 de 23 de julio de 2004

Capítulo III

Fondos de Pensiones Privadas

1. Pensiones Complementarias

La Comisión Nacional de Valores está facultada para regular y fiscalizar los planes privados de pensión y jubilación complementarios establecidos a través de la Ley No. 10 de 16 de abril de 1993, así como los planes y fondos de pensiones de empresas establecidos al amparo del artículo 27, literal (a) del Decreto Ejecutivo 170 de 1993.

Los fondos de pensiones complementarias son aquellos que pertenecen al denominado Pilar 4⁷⁰, y se refieren a los planes de ahorro voluntario para aquellas personas que cuentan con la capacidad de ahorrar una parte de sus ingresos a fin de obtener una pensión que sirva de complemento al monto que obtendrán de su jubilación en la seguridad social.

Estos fondos de pensiones invierten en diferentes instrumentos financieros con la finalidad de generar rendimientos, los cuales son distribuidos a las cuentas individuales de cada cuenta habiente, de esta forma, a través de un ahorro sostenido por un cierto número de años, la persona tendrá derecho a recibir una pensión privada⁷¹ complementaria a la obtenida en la seguridad social, que consistirá en el monto ahorro, más los rendimientos de las inversiones.

2. Naturaleza de los Planes y Fondos de Pensiones regulados mediante la Ley 10 de 16 de abril de 1993

⁷⁰ En la doctrina se distinguen generalmente cuatro pilares para clasificar los sistemas de pensiones que son el Pilar cero: planes de asistencia social, donde el dinero se extrae de los ingresos generales para ayudar a asegurar que los ancianos más necesitados no caigan en la pobreza; el Primer pilar: relacionado con los ingresos. Estos planes suelen ser planes sin financiamiento con beneficios definidos del tipo “reparto” o pagos con cargo a los ingresos corrientes; el Segundo pilar: Ahorros obligatorios. Estos planes suelen ser planes con contribución definida y financiamiento total; el Tercer pilar: planes para trabajadores, donde la empresa fija un plan de ahorro para sus empleados, generalmente con contribución definida y financiamiento; el Cuarto pilar: planes personales y voluntarios en los cuales el individuo crea una cuenta de ahorro privada para depositar dinero adicional. A este plan podrían asociarse beneficios tributarios. *Información obtenida del glosario de términos de la página Web www.bancomundial.org*

⁷¹ Estos son los denominados derechos económicos derivados del fondo. Se entiende por derechos económicos el importe que resulte de la capitalización de los aportes con los rendimientos del fondo, netos de gastos, aplicable a cada afiliado

A efectos de delimitación conceptual resulta importante definir qué se entiende por plan de pensiones y por fondos de pensiones.

2.1. Plan de Pensiones

Un plan de pensiones se refiere al contrato que establece los derechos y obligaciones de los afiliados y beneficiarios que se adhieren a dicho plan. Se documenta a través de un prospecto informativo que recoge todas las características del plan indicando el tipo de inversiones que se realizarán.

Los planes de pensiones a que se refiere la Ley 10 de 16 de abril de 1993 se constituyen voluntariamente y tienen carácter privado y por tanto complementario, basándose en un sistema de capitalización individual de las aportaciones, contrario a los tradicionales sistemas de reparto en los que existe una contribución definida y las aportaciones de los afiliados financian las prestaciones de aquellos que se jubilan o pensionan.

Por su parte en la capitalización individual cada afiliado posee su propia cuenta, en la cual deberá depositar sus aportaciones. Estas aportaciones son capitalizadas por un administrador que además deberá invertir las para generar alguna rentabilidad para que, al llegar al final de la vida activa del afiliado el capital le es devuelto junto con los respectivos rendimientos.

Por tanto este sistema implica una relación directa entre el esfuerzo realizado por el afiliado para ahorrar, y el monto recibido al final de su vida útil.

Las aportaciones realizadas y sus rendimientos netos de gastos (ej. comisiones de la administradora) son titularidad del afiliado desde el momento en que deben realizarse conforme a lo establecido en el plan, independientemente de quién haga las aportaciones, por tanto aun cuando las aportaciones sean realizadas por el empleador, los activos de la cuenta individual seguirán siendo titularidad del afiliado. En ningún caso puede el empleador reclamar el retorno de las cantidades aportadas.

Los planes de pensiones privadas requieren un mínimo de diez⁷² años de aportaciones antes de que los afiliados puedan hacer retiros voluntarios de sus derechos económicos⁷³ en los mismos.

Todo plan de pensiones regulado por la Ley 10 de 16 de abril de 1993, que se ofrezca en la República de Panamá, debe ofrecerse a través de un prospecto informativo que

⁷² El plazo será de cinco años tratándose de personas que se adhieran a los planes una vez cumplidos los 55 años o bien que lleguen a dicha edad habiéndose adherido previamente.

⁷³ Los derechos económicos son definidos el monto de las aportaciones que realiza el afiliado más los rendimientos de estas.

contenga de modo expreso, los términos del plan de pensiones conforme a los cuales se pagarán las prestaciones por jubilación y pensión.

De igual forma deben establecerse las características del plan, los cuales pueden ser:

1. Individuales: aquellos en los que el propio afiliado realiza las aportaciones y al que puede adherirse como afiliado cualquier persona natural que reúna las condiciones y se afilie en los términos establecidos en cada plan de pensiones.
2. Colectivos: plan de pensiones al que puede adherirse un grupo de personas que deberá estar delimitado por alguna característica común distinta al propósito de configurar un plan de pensiones. Este tipo de planes pueden ser suscritos por un empleador para sus empleados o por cualquier asociación, sindicato, gremio o colectivo, siendo los afiliados sus asociados o miembros.
3. Contributivo: plan de pensiones colectivo en el que el afiliado realiza también aportaciones en los términos establecidos en el propio plan de pensiones.
4. No Contributivo: es un plan de pensiones en el que el afiliado (ni el beneficiario) no realiza las aportaciones.

2.2. El Fondo de Pensiones

El término fondo de pensiones se refiere al patrimonio creado con el exclusivo objeto de dar cumplimiento a planes de pensiones, cuya administración y gestión se realizarán por una administradora de inversiones de fondos de jubilación y pensiones de modo totalmente separado e independiente del patrimonio de esta administradora y con la intervención de uno o más custodios de los activos en los que ha invertido el fondo.

Por tanto el fondo resulta ser el vehículo inversor, a través de los cuales las administradoras cumplen con los fines establecidos en cada plan de pensión.

3. ¿Quién administra los Fondos de Pensiones Privadas?

Los fondos de pensiones deben ser administrados por sujetos denominados administradoras de fondos de jubilación y pensiones (AFJP), los cuales deben contar con licencia de administrador de inversiones expedida por la Comisión, conforme a lo establecido en el Acuerdo No. 5-2004 de 23 de julio de 2004 y por tanto deben cumplir con

todos los requisitos exigidos para la obtención de la licencia de administrador de inversiones.

4. Licencia de Administrador de Fondos de Jubilación y Pensiones:

Para dedicarse al negocio de administrador de fondos de jubilación y pensiones en la República de Panamá, tendrá que obtenerse una licencia expedida por la Comisión. Los requisitos que debe cumplir toda persona que desee dedicarse a este negocio y mantener la respectiva licencia son los siguientes:

1. Dedicarse principalmente a actividades propias del negocio de administración de planes de pensiones y fondos de jubilación y pensiones, fondos de cesantía y fondos del sistema de ahorro y capitalización de pensiones de los servidores públicos (SIACAP).
2. Ser persona jurídica y constituirse con la forma de sociedad anónima cuyo pacto social debe prever los requisitos establecidos por la Comisión.
3. El pacto social tendrá que prever que la sociedad tenga como objeto social principal la administración de planes y fondos de jubilación y pensiones, fondos de cesantía y fondos del sistema de ahorro y capitalización de pensiones de los servidores públicos y que la denominación social incluya las expresiones “Administradora de Inversiones de Fondos de Jubilación y Pensiones” o “AFP”, u otra sustancialmente similar.
4. Contar con una junta directiva o su equivalente formada por no menos de tres miembros, todos ellos personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional. Al menos una tercera parte de los miembros de la junta directiva debe tener además conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores o el sector financiero en general. Tales condiciones de honorabilidad, conocimientos y experiencia son exigibles también en los demás ejecutivos principales de la entidad.
5. Se entiende que tienen honorabilidad comercial y profesional quienes hayan venido observando una trayectoria personal de respeto a las leyes mercantiles u otras que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales y financieras. Se considera que poseen conocimientos y experiencia adecuados para ejercer funciones en un administrador de inversiones quienes hayan desempeñado, durante un plazo no inferior a dos años, funciones

como ejecutivos principales o funciones de similar responsabilidad en otras entidades públicas o privadas, del sector financiero.

6. Contar con la cantidad de ejecutivos principales que el volumen de negocios de la entidad demande, quienes deben contar con las correspondientes licencias expedidas por la Comisión. Todo administrador de inversiones debe nombrar al menos a una persona que sea titular de licencia de ejecutivo principal de administrador de inversiones.
7. A los efectos de la definición de ejecutivo principal se entiende que desempeñan responsabilidades claves el gerente general, el oficial de cumplimiento, así como las demás personas que tengan cargos ejecutivos de dirección y operación del negocio de la entidad. El hecho de ser dignatario o miembro de la junta directiva no determinará por sí mismo el tener el carácter de ejecutivo principal. Son también considerados ejecutivos principales las demás personas que prestan funciones de alta administración, dirección, estrategia, control o asesoramiento a la entidad.
8. Contar con un oficial de cumplimiento, quien tendrá que ser titular de licencia de ejecutivo principal expedida por la Comisión, y con los manuales y reglamentos que sean necesarios y requeridos para que el administrador cumpla con las medidas de prevención de blanqueo de capitales, según las leyes aplicables y los Acuerdos que haya dictado la Comisión y los que dicte en el futuro.
9. Contar con una organización administrativa y contable y medios técnicos y humanos adecuados para prestar los servicios propios a su licencia y para cumplir y fiscalizar que sus directores, dignatarios y empleados cumplan, con las disposiciones legales aplicables, así como que tengan establecidos procedimientos de control interno y de seguridad en el ámbito informático que garanticen la gestión sana y prudente de la entidad.
10. En caso de que la entidad solicitante sea afiliada o subsidiaria de un grupo económico, la Comisión puede autorizar que compartan de forma permanente o temporal oficinas, equipo y personal, circunstancia que debe quedar debidamente documentada mediante contratos de arrendamiento, servicios administrativos (incluyendo mantenimiento de registros, soporte informático), servicios profesionales, y todos los demás que fueran necesarios para la acreditación de que cuenta con la organización administrativa necesaria para el desarrollo del negocio.
11. En especial, debe establecer normas de funcionamiento y procedimientos adecuados para facilitar que todos sus miembros puedan cumplir en todo momento sus obligaciones y asumir las responsabilidades que les corresponden de

acuerdo las normas legales aplicables, incluidas a título meramente indicativo y sin que la mención sea excluyente todas las obligaciones referentes a la confidencialidad de los clientes y sus cuentas y las medidas para prevenir el uso indebido de información privilegiada. Debe igualmente disponer de los medios adecuados para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio prestado y para el adecuado cumplimiento de las normas sobre blanqueo de capitales, de conducta, de control interno y de evaluación de riesgos y para el correcto desarrollo de las normas de supervisión e inspección de la Comisión Nacional de Valores.

12. Disponer de un manual de procedimientos que establezca la organización administrativa y contable, medios técnicos y humanos, normas de funcionamiento y procedimientos, de cada una de las áreas de actuación que intervienen en el desarrollo de las actividades de las administradoras de inversiones de fondos de jubilación y pensiones.
13. En el manual deben establecerse, además, normas y procedimientos adecuados para facilitar que todos sus miembros puedan cumplir en todo momento sus obligaciones y asumir las responsabilidades que les corresponden de acuerdo con las normas legales aplicables, incluidas a título meramente indicativo y sin que la mención sea excluyente todas las obligaciones referentes a la confidencialidad de los afiliados y beneficiarios y sus derechos económicos y las medidas para prevenir el uso indebido de información privilegiada. Debe igualmente disponer de los medios adecuados para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio prestado y para el adecuado cumplimiento de las normas sobre blanqueo de capitales, de conducta, de control interno y de evaluación de riesgos y para el correcto desarrollo de las normas de supervisión e inspección de la Comisión.
14. Presentar a la Comisión los estados financieros interinos y auditados, respecto de sí misma y de los fondos de jubilación y pensiones bajo su administración.
15. Adoptar y mantener en funcionamiento un reglamento interno de conducta, en el que de modo expreso, se prevea el régimen de operaciones personales de los dignatarios, directores, ejecutivos principales, empleados y apoderados, así como los procedimientos y mecanismos internos que sean necesarios y pertinentes al cumplimiento de las normas legales aplicables.
16. Mantener actualizada toda la información que sobre el administrador de inversiones haya sido presentada a la Comisión.

17. Tener su domicilio social y comercial, su efectiva administración y dirección, así como los documentos, libros y registros de acciones, en el territorio de la República de Panamá.
18. Obtener las demás autorizaciones y registros que la legislación mercantil general requiera para la prestación de servicios.
19. Mantenerse al día en el pago de la tarifa de supervisión que les corresponda.
20. Disponer de un plan de sistemas y seguridad informáticos adecuado para prestar los servicios propios a su licencia.
21. Tener un capital social mínimo, neto de pérdidas, total y efectivamente suscrito y pagado, de doscientos cincuenta mil balboas (B/.250,000.00). Adicionalmente, este capital no podrá ser nunca inferior al uno por cien (1%) de los fondos de pensiones gestionados.
22. Las acciones que representen el capital social podrán ser emitidas únicamente en forma nominativa.
23. En caso de que por alguna circunstancia el capital social llegara a estar por debajo del mínimo correspondiente, la Comisión dará a la administradora un plazo máximo de noventa días para completarlo, siendo durante este plazo objeto de una supervisión permanente. En caso de no cumplir con este requisito en el plazo establecido, la Comisión podrá revocar y cancelar la licencia para operar como administradora de inversiones de fondos de jubilación y pensiones y podrá ordenar la liquidación forzosa o intervención de una administradora de inversiones de fondos de jubilación y pensiones.
24. Contratar y mantener vigentes las pólizas, fianzas o garantías necesarias para cubrir los riesgos de hurto, robo o apropiación indebida, por parte de sus directores, dignatarios, ejecutivos principales y empleados, en virtud del acceso a los valores y dineros de los fondos administrados ya sea físicamente o mediante autoridad para administrar o disponer de dichos valores o dineros, ya sea individualmente o en conjunto con otros. La garantía tiene que asegurar, como mínimo, el dos y medio por cien (2.5%) de cada millón de balboas bajo administración, al cierre del año anterior, con un mínimo absoluto de cincuenta mil balboas (B/. 50,000.00). Dichas pólizas, fianzas o garantías deben ser contratadas por la administradora tan pronto inicie la administración de la cartera o carteras correspondientes al fondo o fondos de pensiones, y ser ajustada en la medida en que se inicie la administración de otros fondos de pensiones. Copia de la póliza, fianza o garantía debe ser remitida a la Comisión.

5. La Solicitud de Licencia

Para obtener la licencia a la que nos hemos referido anteriormente, el interesado debe presentar una solicitud ante la Comisión, en la que se exprese la siguiente información:

1. Razón social del solicitante.
2. Nombre comercial en caso de que difiera del nombre o razón social.
3. Datos de constitución de la sociedad.
4. Domicilio legal de la sociedad solicitante.
5. Dirección exacta del establecimiento donde llevará a cabo sus operaciones y las de sus sucursales, en caso de existir tales.
6. Capital social suscrito y pagado.
7. Identificación de la persona o personas que se nombren como ejecutivos principales (mínimo una persona), que tendrá que contar con la correspondiente licencia de ejecutivo principal de administrador de inversiones. En caso de que la persona designada como ejecutivo principal de administrador de inversiones de la solicitante no sea titular de la licencia correspondiente a tal cargo, será admisible su designación únicamente si a la fecha de presentación de la solicitud de licencia de la administradora de inversiones de fondos de jubilación y pensiones, ya ha aprobado el examen de conocimiento requerido para la misma. En tal caso, el trámite correspondiente a la licencia de ejecutivo principal de administrador de inversiones se podrá surtir al mismo tiempo que el de la licencia de la administradora, pero su concesión quedará condicionada a la concesión de licencia de esta última.
8. Identificación de la persona que se nombre como oficial de cumplimiento, quien tendrá que contar con licencia de ejecutivo principal. En caso de que la persona designada como oficial de cumplimiento de la solicitante no sea titular de la licencia correspondiente a tal cargo, será admisible su designación únicamente si a la fecha de presentación de la solicitud de licencia de la administradora de inversiones de fondos de jubilación y pensiones, ya ha aprobado el examen de conocimiento requerido para la misma. En tal caso, el trámite correspondiente a la licencia de ejecutivo principal se podrá surtir al mismo tiempo que el de la licencia de la administradora, pero su concesión quedará condicionada a la concesión de esta última.

9. Fecha en que proyecta iniciar operaciones. El inicio de operaciones debe efectuarse en un plazo máximo de tres meses. Cumplido dicho plazo la Comisión podrá revocar la concesión de la respectiva licencia.
10. Nombres de los propietarios efectivos que tengan control de la administradora de inversiones de fondos de jubilación y pensiones y presentación de la composición accionaria de la sociedad solicitante.
11. Tratándose de una sociedad que es o será subsidiaria o afiliada dentro de un grupo económico, identificación de su posición dentro del grupo económico y de la sociedad bajo la cual consolida.

6. Documentos con los que deberá acompañarse la solicitud

Con la solicitud indicada deben aportarse los siguientes documentos:

1. Poder y solicitud, tramitada por abogado idóneo.
2. Copia simple del pacto social y de las reformas a éste si las hubiera, debidamente inscritos en el Registro Público.
3. Certificado de existencia y representación de la sociedad solicitante en la cual conste el nombre, fecha y datos de constitución e inscripción, duración, vigencia, suscriptores, directores, dignatarios, representante legal, capital social, poderes inscritos y agente residente de la solicitante, expedido por el Registro Público dentro de los treinta días anteriores a la fecha de presentación de la solicitud.
4. Copia simple de la cédula de identidad personal de los directores y dignatarios de la solicitante, cuando éstos sean ciudadanos panameños o residentes en Panamá. En el caso de que todos o algunos de los directores y dignatarios de la solicitante sean extranjeros, deben aportarse copias del documento de identidad de su país de origen y de su pasaporte, o en defecto de este último, de alguna otra identificación satisfactoria a juicio de la Comisión. En el caso de que se trate de documentos emitidos en el extranjero, éstos tendrán que presentarse apostillados o cumplir con los trámites consulares correspondientes.
5. Recibo de ingreso expedido por la Comisión Nacional de Valores en el cual conste el pago de la tarifa de registro que corresponda.

6. Para los efectos de la presentación de la información sobre los directores, dignatarios o los ejecutivos principales de la solicitante, el formulario DMI-4, correspondiente a cada uno de los directores y dignatarios de la solicitante, debidamente firmados por cada uno de ellos. En caso de existir directores suplentes se debe remitir la información correspondiente a los mismos.
7. Estados financieros anuales auditados por un contador público autorizado independiente correspondiente a los dos últimos períodos fiscales y estados financieros interinos trimestrales que se hayan preparado hasta la fecha de la presentación de la solicitud. Si la solicitante está en etapa pre-operativa al momento de presentar la solicitud, debe presentar un balance general inicial de operaciones auditado por un contador público autorizado independiente.
8. Dos o más referencias bancarias y comerciales de la entidad solicitante. Si se trata de un solicitante en fase pre-operativa, las cartas de referencias bancarias y comerciales deben ser presentadas sobre sus accionistas. Las cartas de referencia que deben acompañarse a la solicitud de licencia deben emitirse por personas que no estén interesadas en la solicitud de la licencia o formen parte de sociedades afiliadas interesadas en ella. Tampoco se admitirán cartas de referencia personal redactadas por los asesores legales, auditores o personas que presten servicios profesionales a las personas a las que tales cartas se refieran. Las cartas de referencia deben incorporar datos de identificación y de contacto de las personas que las firman. Si están otorgadas en el extranjero, tendrán que cumplir con los trámites de legalización consular o de apostilla correspondiente.
9. Dos o más referencias bancarias y personales de cada uno de los directores, dignatarios y ejecutivos principales de la entidad.
10. Para los efectos de la presentación sobre la información sobre los propietarios efectivos de las acciones que tengan control de la administradora, el formulario DMI-3, debidamente suscrito por el representante legal de la sociedad u otro director o dignatario debidamente autorizado. Además, se debe aportar, si son personas naturales, información sobre su trayectoria y actividad profesional, y si son personas jurídicas sus pactos sociales e información financiera de los dos últimos ejercicios, la composición de sus juntas directivas o equivalentes y la estructura detallada del grupo de sociedades al que eventualmente pertenezcan. La información contenida en estos documentos no es de acceso público.
11. Borrador de reglamento interno de conducta en el que, de modo expreso, se prevea el régimen de operaciones personales de los dignatarios, directores, ejecutivos

principales, empleados y apoderados, así como la regulación de demás aspectos que correspondan.

12. Declaración jurada de las personas que vayan a actuar como dignatarios, directores y ejecutivos principales, de que no están incurso en las causas de incapacidad fijadas en el artículo 50 del Decreto Ley de valores⁷⁴.
13. Borrador del manual que desarrollará la ejecución de la política “conozca su cliente”.
14. Plan de negocio de la administradora de inversiones de fondos de jubilación y pensiones que contenga un estudio del negocio proyectado a cinco años con un escenario base, un escenario desfavorable y un escenario favorable, en el que se incorpore, al menos, la siguiente información:
 - a. Participación prevista en el mercado
 - b. Para cada uno de los escenarios, proyecciones de:
 - b.1 Inversiones y financiación
 - b.2 Estados financieros:
 - b.3 Evaluación del proyecto
 - b.4 Resumen del proyecto
15. Manual de procedimientos que determine la estructura, funciones y procedimientos de cada una de las áreas de actuación que intervienen en el desarrollo de las actividades de las administradoras de inversiones de fondos de jubilación y pensiones, y que al menos serán las siguientes:
 - a. Inversiones
 - b. Operaciones
 - c. Contabilidad
 - d. Beneficios
 - e. Servicios
16. Plan de sistemas y seguridad para los sistemas de la información.
17. Identificación de la persona que se designe como ejecutivo de enlace con la Comisión Nacional de Valores, que, necesariamente, debe ser el ejecutivo principal, el oficial de cumplimiento, un miembro de la junta directiva o el gerente general.

⁷⁴ Ver *supra* referencia No. 16. p.27

18. Cualquier información o documentación adicional o complementaria que la Comisión estime necesaria para la acreditación del cumplimiento de las condiciones requeridas por la Ley No. 10 de 16 de abril de 1993 y sus disposiciones reglamentarias para la expedición de la licencia.

Toda la documentación a ser aportada con la solicitud debe contener la declaración obligatoria en el sentido de que son preparados con el conocimiento de que serán puestos a disposición del público inversionista y del público en general.

7. La Unidad Técnica de Pensiones

Con el objeto de cumplir con el deber de fiscalización de temas relacionados con las pensiones privadas y fondos de cesantía, la Comisión creó en el año 2004, mediante Resolución No. 222 de 7 de septiembre de 2004, la Unidad Técnica de Pensiones, cuya finalidad y objetivo es la de trabajar en el desarrollo de las condiciones necesarias para garantizar la solidez, la viabilidad y la credibilidad del sistema complementario de pensiones privadas en Panamá.

7. 1. Funciones de la Unidad

Su función es la de fiscalizar los siguientes planes y fondos:

5. Planes y Fondos de Pensiones y Jubilación Privados. (establecidos mediante Ley 10 de 1993).
6. Planes y Fondos Privados de Empresas (establecidos al amparo del artículo 27, literal (a) del Decreto Ejecutivo 170 de 1993).
7. Fondos de Cesantía (de acuerdo a lo dispuesto en el Decreto Ejecutivo 106 de 25 de diciembre de 1995).
8. Otros fondos y planes de pensiones, cuya supervisión fiscalización o registro sean asignados a la Comisión Nacional de Valores.

8. Administradoras de fondos del sistema de ahorro y capitalización de pensiones de los servidores públicos (SIACAP)

También tienen que contar con licencia de administrador de inversiones de fondos de jubilación y pensiones, expedida por la Comisión las personas que se dediquen a administrar fondos del sistema de ahorro y capitalización de los servidores públicos (SIACAP), a los que, de igual forma se aplicarán los requisitos exigidos para la obtención de licencia de administrador de inversiones de fondos de jubilación y pensiones exigidos.

Dado que la Caja de Seguro Social administra parte de estos fondos no se le aplica el requisito de obtención de la correspondiente licencia de administrador de inversiones, no obstante sí se aplica a las personas naturales que laboran ejerciendo las funciones de administrador de inversiones en ella, por tanto éstas personas deberán obtener la correspondiente licencia de persona natural.

Los administradores de fondos del SIACAP deben presentar ante la Comisión Nacional de Valores la información periódica relevante, trimestral, semestral y anual, la cual debe ser congruente con la presentada al SIACAP, y estarán sujetos a las reglas comunes de información a la Comisión y al público inversionista.

No obstante lo anterior, aun cuando las administradoras de fondos del SIACAP requieren de licencia otorgada por la Comisión, todo lo relativo a los fondos se rige por la ley especial de la materia es decir la Ley No. 8 de 6 de febrero de 1997.

9. Estados Financieros y Reportes:

9.1. De la Administradora

Las administradoras de fondos de jubilación y pensiones deberán presentar a la Comisión sus estados financieros interinos y auditados de acuerdo a los criterios en cuanto a forma y contenido de dichos estados financieros explicados en el capítulo siguiente.

9.2. Del Fondo

La administradora del fondo debe presentar además estados financieros interinos y auditados de los fondos de jubilación y pensiones que administra de manera semestral, debiendo entregar los primeros estados financieros no auditados dentro de los dos meses siguientes al cierre del correspondiente semestre. Los segundos estados financieros deben ser auditados y deberán entregarse dentro de los tres meses siguientes al cierre del periodo fiscal que corresponda.

También deben presentar a la Comisión un balance y un estado de cambios en el patrimonio de los distintos fondos que administren de manera mensual dentro de los primeros cinco días hábiles del mes siguiente. Por otro lado deben presentar dos informes adicionales de forma quincenal y dentro de un plazo máximo de cinco días hábiles posteriores a la conclusión de la quincena. Uno que indique las posiciones de la cartera y otro que exprese las novedades de las transacciones realizadas.

10. Fondos de Cesantía

Esta figura fue introducida a través de una modificación al Código de Trabajo mediante la Ley No. 44 de 12 de agosto de 1995.

Un fondo de cesantía puede definirse como el patrimonio fiduciario independiente, sujeto de derechos y obligaciones, que surge como resultado de la puesta en ejecución de un fideicomiso de cesantía. Este fideicomiso es un instrumento que agrupa los derechos y obligaciones de los empleadores, trabajadores y del fiduciario, en el cual se describe la política de inversión del fondo.

Este fondo tiene la finalidad de pagar a los trabajadores, al cesar su relación laboral con el empleador, las prestaciones derivadas de la prima de antigüedad e indemnización por despido injustificado o renuncia justificada contempladas en el Código de Trabajo. Para lo anterior el empleador debe cotizar de manera trimestral, la cuota parte relativa a la prima de antigüedad del trabajador y el cinco por cien (5%) de la cuota parte mensual de la indemnización a la que pudiese tener derecho el trabajador.

Las personas que pueden dedicarse a la administración de estos fondos de acuerdo a la normativa legal aplicable, serán las mismas autorizadas por la Ley 10 de 16 de abril de 1993 para la administración de fondos de jubilaciones y pensiones y deben seguir las estipulaciones que en materia de inversión establezca esta ley así como sus reglamentos, desempeñando sus funciones en todo caso, en base a los principios universales de diversificación de cartera y preservación de capital.

De conformidad con lo anterior las personas que pueden ejercer como administradoras de fondos de cesantía serán:

1. Bancos con licencia general expedida por la Superintendencia de Bancos.
2. Compañías de Seguros con licencia expedida por la Superintendencia de Seguros y Reaseguros.

3. Fideicomisos constituidos de conformidad a las Leyes de la República de Panamá administrados por:
 - a. Empresas con licencia fiduciaria expedida por la Superintendencia de Bancos
 - b. Administradores de inversión registrados en la Comisión Nacional de Valores.

Estas personas deberán registrarse⁷⁵ como administradoras en la Comisión y al igual que las administradoras de fondos de jubilación y pensiones, las de fondos de cesantía están obligadas a remitir un informe a la Comisión, de forma semestral, en la que se detalle lo siguiente:

1. Los fondos administrados.
2. El monto total de dichos fondos.
3. Los rendimientos históricos al igual que los del período.

Este informe resulta un reporte con características especiales, diferente por tanto de los estados financieros de la administradora, ya que la información requerida no se ve necesariamente reflejada dentro del balance general ni el estado de resultados de la sociedad administradora. Dada la especialidad del reporte aludido, al mismo no le serán de aplicación las normas sobre forma y contenido de los estados financieros explicadas en el capítulo siguiente

⁷⁵ Resulta de importancia aclarar que se realiza un registro de las personas dedicadas a la administración de fondos de cesantía, y no la expedición de una licencia.

Referencia:

1. Leyes y Decretos

Ley 10 de 16 de abril de 1997

Ley No. 8 de 6 de febrero de 1997

Código de Trabajo, artículos 229-A a 229-N

Decreto Ejecutivo No. 106 de 26 de Diciembre de 1995

2. Acuerdos

11-2005 de 5 de agosto de 2005

3. Opiniones

15-2000 de 26 de septiembre de 2000

06-2002 de 23 de julio de 2002

3. Resoluciones

222 de 7 de septiembre de 2004

QUINTA PARTE

ESTADOS FINANCIEROS, FORMA, CONTENIDO Y PERIODICIDAD

Capítulo I.

De la forma, Contenido y Periodicidad de los Estados Financieros e Informes de Actualización a presentarse en la Comisión Nacional de Valores

1. Obligación de reportar

Tanto los emisores con valores registrados en la Comisión, así como las casas de valores, asesores de inversión, bolsas de valores, centrales de valores, administradores de inversión y administradores de fondos de jubilación y pensiones, tienen la obligación de entregar a la Comisión informes de actualización (INT) y estados financieros (los cuales son parte integrante de dichos INT) con cierta periodicidad establecida mediante Acuerdo, así como en base a ciertos estándares de contenido y forma que a continuación explicaremos.

2. Periodicidad

Las personas indicadas previamente sujetas a reporte ante la Comisión deben presentar sus informes de actualización y estados financieros de forma trimestral y anual.

Los trimestrales o interinos⁷⁶ deben remitirse dentro de los dos meses siguientes al cierre del trimestre correspondiente, incluyéndose en todo caso el estado financiero interino relativo al cuarto trimestre del año fiscal, mientras que los anuales deberán remitirse dentro de los tres meses siguientes al cierre del período fiscal correspondiente del emisor, estos informes anuales deberán necesariamente estar auditados⁷⁷ por un contador público independiente. También pueden existir periodos especiales que la Comisión establezca para casos específicos y según las circunstancias del caso.

En el caso de los estados financieros anuales, la independencia del contador es un requisito indispensable para que dicho contador pueda expresar una opinión sobre los estados financieros que audita. Para efectos de la presentación de los estados financieros auditados, no se considera que es independiente, el contador o la firma de contadores, sus

⁷⁶ Se consideran interinos aquellos preparados por la administración, con base a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o los principios de contabilidad generalmente aceptadas en los Estados Unidos de América (US GAAP), para un período contable menor de un año tales como mensuales, trimestrales o semestrales, basados en los principios de contabilidad utilizados en los estados financieros auditados del año anterior.

⁷⁷ Se consideran auditados aquellos preparados por la administración, objeto del examen de un contador público autorizado independiente sobre los libros y demás registros de contabilidad, de acuerdo con las normas de auditoría que sean aplicables.

socios o ejecutivos que durante los períodos objeto de la auditoria hayan sido de aquella persona que sus estados financieros auditan lo siguiente: contador, auditor interno, contralor, director o dignatario, ejecutivo, socio, o empleado administrativo, promotor, corredor, agente distribuidor o agente fiduciario de sus valores, cónyuge y parientes del primer grado de afinidad y consanguinidad de los directores, dignatarios o accionistas de la persona que certifican cuando se trate de persona jurídica, consultor, tenga o esté comprometido a adquirir, directa o indirectamente, algún interés financiero importante en dicha empresa, tenga una participación económica en la empresa, o con algunos de sus ejecutivos, directores o principales accionistas, en la medida que tal participación sea importante en relación con su patrimonio o el capital de su firma.

En adición también se reputa que no existe independencia si la persona que audita tiene algún préstamo de la empresa o de cualquier ejecutivo, director, o accionistas principales de la empresa. Se exceptúan los préstamos obtenidos e instituciones financieras bajo procedimientos, términos y requerimientos normales, siempre y cuando, se otorguen bajo alguna de las siguientes condiciones:

1. Préstamos obtenidos por el contador público autorizado o su firma que no son importantes en relación con su capital.
2. Préstamos con garantía hipotecaria.
3. Otros préstamos garantizados por un miembro de la firma del contador público autorizado que de otra manera estarían sin garantía.

Por su parte tampoco existe independencia si la persona que audita, durante el ejercicio económico que cubren los estados financieros bajo examen y sobre los cuales se le pide que exprese una opinión, el contador público autorizado o su firma:

1. Sea, haya sido o tenga tratos verbales o escritos encaminados a ser promotor, corredor, agente fiduciario, director o ejecutivo o cualquier condición que equivalga a ser un funcionario administrativo o un empleado de la empresa.
2. Sea, haya sido o tenga tratos verbales o escritos encaminados a ser fideicomisario de cualquier fideicomiso; ejecutor o administrador de cualquier herencia o sucesión; si tal fideicomiso, herencia o sucesión tiene un interés financiero importante directo o indirecto en la empresa; o de cualquier fideicomiso de jubilaciones, pensiones o plan de participación de utilidades de la empresa. Si el Contador Público autorizado es cónyuge, pariente dentro del tercer grado de

consanguinidad, y dentro del segundo grado de afinidad, del propietario o socio principal de la empresa o de algún director, administrador o empleado del cliente, que tenga intervención importante en la administración o en las cuentas de dicho cliente.

3. Si recibe en cualquier circunstancia o motivo, participación directa sobre los resultados el trabajo que se le encomendó, o de la empresa que trató sus servicios profesionales exprese su opinión sobre los estados financieros en circunstancias en las cuales sus honorarios dependan del éxito de cualquier transacción con excepción de los casos que se relacionen con impuestos o derechos en que las decisiones dependen de las autoridades y no del contador público autorizado.

3. Medios de divulgación

Los informes en mención deben ser publicados de manera que sean de acceso a los inversionistas, así como al público en general, por tanto será admisible la utilización de cualquier de los siguientes medios de comunicación:

1. Publicación en un diario de circulación nacional.
2. Publicación en un periódico o revista especializada de circulación nacional.
3. Inclusión en un portal o página de Internet del emisor, siempre que sea de acceso público.
4. El envío, por el emisor o su representante, de una copia del informe respectivo a los accionistas e inversionistas registrados, así como a cualquier interesado que lo solicitare.
5. El envío de los informes o reportes periódicos que haga el emisor, siempre que: a) incluya toda la información requerida para el informe de actualización de que se trate; b) sea distribuido también a los inversionistas que no siendo accionistas sean tenedores de valores registrados del emisor, y c) cualquier interesado pueda solicitar copia del mismo.

4. Forma y Contenido de los Estados Financieros

Los estados financieros presentados por las personas que estén sujetas a reporte ante la Comisión deben presentar dichos estados financieros conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (*International Accounting Standards Board*, por sus siglas en inglés).

También podrán ser elaborados en base a los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en los Estados Unidos de América (*Generally Accepted Accounting Principles in the United States of America*, conocidos como US GAAP).

5. Normas aplicables al auditorio de los estados financieros

En el caso de los estados financieros anuales, estos deben estar auditados en base a las normas internacionales de auditoria en caso de haber sido preparados con las normas internacionales de información financiera, o por los estándares de auditoria americanos en caso de haber sido preparados de conformidad con los US GAAP.

SEXTA PARTE
PRÁCTICAS PROHIBIDAS Y SANCIONES

Capítulo I

Prácticas Prohibidas en el Mercado de Valores de Panamá, su Protección Penal y Administrativa

1. Justificación de la Protección

Los mercados organizados requieren de un alto grado de transparencia, comportamiento ético y justo por parte de quienes en él actúan. La necesidad de la existencia de información simétrica, no necesariamente orientada a la cantidad de dicha información sino a su calidad, se torna en requisito indispensable y desarrollador de todo mercado ya que las decisiones de los inversionistas son y deben ser generalmente orientadas por la información disponible para el público. Los mercados de valores son mercados de mucho movimiento y en extremo sensibles a sucesos, informaciones y manipulaciones por parte de sus actores, lo que podría conllevar la toma de decisiones basadas en informaciones erradas.

Por tanto, la conducta de los participantes para con el regulador, con el resto de participantes y los inversionistas deberá regirse por unos parámetros éticos mínimos que garanticen la igualdad de oportunidades de acceso al mercado, evitando la obtención de beneficios a los que en otras circunstancias no se habría tenido acceso, tomando en cuenta que las transacciones en los mercados de valores generalmente operan como juegos de *suma 0*, por tanto, el beneficio de uno es la pérdida de otro.

En nuestra legislación se encuentran reguladas algunas conductas consideradas como *prohibidas* en los mercados de valores, cuya comisión acarrea sanciones administrativas e incluso penales en algunos casos.

Las denominadas *actividades prohibidas* están reguladas en el Título XII del Decreto Ley de 1 de 8 de julio de 1999, tipificando como tales los actos fraudulentos o engañosos; el uso indebido de información privilegiada; declaraciones falsas y omisiones de emisores; declaraciones falsas y omisiones de oferentes; declaraciones falsas y omisiones en relación con poderes de voto; registros, informes y demás documentos presentados a la Comisión; promoción de valores sin divulgar que se recibe un beneficio; y la falsificación de libros, registros de contabilidad o de información financiera.

2. Actividades Contempladas como Prácticas Prohibidas en el Mercado

2.1. Actos fraudulentos o engañosos (artículo 195)

El Decreto Ley de valores sanciona los denominados actos fraudulentos o que puedan considerarse engañosos, respecto principalmente a la información que se maneja en el mercado, la información que se entrega a la Comisión y la información que se entrega al público inversionista en general. Con la tipificación de esta figura se busca por tanto garantizar la calidad y veracidad de la información disponible en el mercado.

Sobre esta figura, el Decreto Ley de valores establece que “queda prohibido a toda personas incurrir, directa o indirectamente, en actos fraudulentos o en artimañas, o, a sabiendas o interviniendo culpa grave, hacer una declaración falsa o tendenciosa sobre un hecho de importancia que fuera necesario divulgar para que las declaraciones hechas en ella no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en que fueron hechas, en relación con:

- A. la compra o venta de valores registrados
- B. la asesoría de inversión en relación con valores registrados.
- C. la solicitud de poderes de voto, autorizaciones o consentimientos en relación con valores registrados.
- D. una oferta pública de compra de acciones.”

2.2. Uso indebido de información privilegiada

Aquellas personas que realizan transacciones basados en información privilegiada realizan lo que la doctrina anglosajona denomina *insider trading*. Esta es una de las actividades prohibidas común a la gran mayoría de los mercados de valores y se refiere a la realización de operaciones bursátiles sobre valores sobre los cuales se tiene alguna información que no es de conocimiento público, lo cual otorga ventajas y beneficios a quienes lo realizan, en detrimento de otro, ya que el beneficio obtenido por uno a través de la utilización de información privilegiada conlleva necesariamente la pérdida para otro.

El *insider trading* es realizado generalmente por los *iniciados*, es decir personas que por razón de su cargo o posición tienen o manejan información que tiene o tendrá injerencia en el precio de ciertos valores y que no es de conocimiento público.

No obstante el *insider trading* puede ser efectuado por personas que de cualquier modo hayan adquirido información privilegiada (personas relacionadas con los iniciados, o que simplemente hayan tenido acceso a dicha información), razón por la cual también se considera prohibido divulgar a otras personas dicha información. Es por esta razón que la

figura descrita implica sanciones tanto administrativas, penales, así como la correspondiente responsabilidad civil por los daños causados.

En este sentido establece el Decreto Ley en su artículo 196 que “queda prohibido a toda persona que tenga conocimiento de hechos de importancia que no sean de carácter público y que hubiese obtenido por medio de una relación privilegiada usar, a sabiendas, dicha información para aprovecharse injustamente de otra persona en la compra o la venta de valores registrados

Ninguna persona podrá suministrarle a otra información privilegiada, cuando el que suministrar dicha información tenga la intención de hacer posible (o haya debido saber que su actuación haría posible) que el que la reciba compre o venda valores registrados haciendo uso de dicha información. El que suministre la información y el que la utilice serán responsables conjunta y solidariamente por los daños que sufran las personas que sean injustamente afectadas por el uso indebido de tal información privilegiada”.

Por su parte el Código Penal en su artículo 393-E, tipifica la utilización de información privilegiada de la siguiente manera “quien use o divulgue indebidamente información confidencial, obtenida por medio de una relación privilegiada, relativa a valores registrados en la Comisión Nacional de Valores, o a valores que se negocien en un mercado organizado, de manera que ocasione un perjuicio u obtenga un provecho para sí o para un tercero, será sancionado con prisión de 3 a 4 años”.

Para efectos de este artículo, se considera como información confidencial la que, por su naturaleza, puede influir en los precios de los valores y que aún no ha sido hecha del conocimiento público”.

2.3. Declaraciones falsas y omisiones de emisores

Prohíbe el Decreto Ley de valores a los emisores y a los afiliados de estas, hacer ofertas de compra o de venta de valores registrados, así como comprar o vender dichos valores, por medio de una comunicación escrita o verbal, incluyendo prospectos, si dicha comunicación contiene declaraciones falsas sobre hechos de importancia u omite divulgar hechos de importancia que deban ser divulgados para que las declaraciones contenidas en ella no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en la que fueron hechas.

2.4. Declaraciones falsas y omisiones de oferentes

Queda prohibido a los oferentes hacer ofertas de venta de valores registrados, así como vender dichos valores, por medio de una comunicación escrita o verbal, incluyendo prospectos, si dicha comunicación contiene declaraciones falsas sobre hechos de importancia u omite divulgar hechos de importancia que deban ser divulgados para que las declaraciones contenidas en ella no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en que se hayan hecho, a menos que el comprador tuviera conocimiento de dicha falsedad u omisión o que el oferente pruebe que no tenía conocimiento de dicha falsedad u omisión aún después de haber empleado diligencia en su preparación.

2.5. Declaraciones falsas y omisiones en relación con poderes de voto

Queda prohibido a toda persona solicitar poderes de voto, autorizaciones o consentimientos en relación con acciones registradas, así como solicitar que se acepte o se rechace dicha solicitud, por medio de una comunicación escrita o verbal, incluyendo la solicitud de oferta pública de compra de valores contemplada en el Título VIII del Decreto Ley de valores, si dicha comunicación contiene declaraciones falsas sobre hechos de importancia u omite divulgar hechos de importancia que deban ser divulgados para que las declaraciones contenidas en ella no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en que se hayan hecho, a menos que la persona solicitada tuviera conocimiento de dicha falsedad u omisión o que el solicitante pruebe que no tenía conocimiento de dicha falsedad u omisión aun después de haber empleado diligencia en su preparación.

2.6. Declaraciones en registros, informes y demás documentos presentados a la Comisión

Queda prohibido a toda persona hacer, o hacer que se hagan, en una solicitud de registro, en una solicitud de licencia, en un informe o en cualquier otro documento presentado a la Comisión en virtud del Decreto Ley de valores y sus reglamentos, declaraciones que dicha persona sepa, o tenga motivos razonables para creer, que en el momento en que fueron hechas, y a la luz de las circunstancias en que fueron hechas, eran falsas o engañosas en algún aspecto de importancia.

Esta prohibición incluye la presentación de información financiera, o bien cualquier otra que por su condición de falsa o engañosa pueda conducir al público inversionista a errores o bien que produzcan distorsiones en cuanto a la apreciación que tenga el mercado sobre un valor.

Por su parte el código penal establece sanciones a quienes de alguna manera alteren información financiera presentada a la Comisión. Dicha protección penal se justifica debido a que es esta información financiera la que brinda al inversionista una idea clara de la solidez de la empresa en la que ha invertido o en la que desea invertir, por tanto dicha información debe ser veraz y clara, y debe reflejar razonablemente la verdadera situación financiera de la empresa.

En este sentido indica el código penal que “quien destruya, oculte o falsifique los libros de contabilidad, otros registros contables, estados financieros u otra información financiera de una persona natural o jurídica, con el propósito de obtener, mantener o extender una facilidad crediticia o de capital de una entidad bancaria, empresa financiera u otra que capte o intermedie con recursos financieros del público o que le hayan sido confiados a ésta, de modo que resulte perjuicio, será sancionado con prisión de 4 a 7 años”.

La sanción será de 5 a 10 años de prisión para quien destruya, oculte o falsifique los libros o registros de contabilidad, la información financiera o las anotaciones en registros o en cuentas de custodia de un emisor registrado en la Comisión Nacional de Valores, o de aquellos que operen como casa de valores, asesor de inversiones, sociedad de inversión, administrador de inversión, o de un intermediario o de una organización autorregulada o de un miembro de una organización autorregulada, de modo que resulte perjuicio”.

2.7. Manipulación

Con esta figura se pretende evitar modificaciones en el comportamiento de ciertos valores de forma contraria a aquella como el mercado la haría de forma natural, evitando además que a través de rumores y apariencias falsas alguien obtenga un provecho económico que de otra forma no hubiese obtenido.

Con respecto a la manipulación establece el Decreto Ley de valores que “queda prohibido a toda persona hacer ofertas de compra o de venta de valores registrados, así como comprar o vender dichos valores, contraviniendo los acuerdos que la Comisión adopte para evitar la creación de una apariencia falsa o engañosa de que valores registrados se están negociando activamente, la creación de una apariencia falsa o engañosa respecto al mercado de valores registrados o la manipulación del precio de mercado de cualquier valor registrado, con el fin de facilitar la venta o la compra de dichos valores”.

Se busca con esta figura evitar la evolución y formación de precios de forma artificial, creando tal y como lo indica la norma, la creación de apariencias falsas o engañosas

respecto al precio o calidad de los valores⁷⁸. La prohibición de manipulación indicada en nuestra legislación resulta únicamente aplicable a valores registrados en la Comisión.

El Decreto Ley de valores panameño no establece una lista taxativa (tampoco de referencia) respecto a las actividades que pueden considerarse como manipulación en los mercados, limitándose a tipificar la conducta (es decir la creación de apariencias falsas o engañosas) de forma general, no obstante a efectos de referencia reproducimos las situaciones que el artículo 83 *ter* de la Ley del Mercado de Valores de España⁷⁹ considera manipulación:

- a. Las operaciones u órdenes que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables e instrumentos financieros. También las operaciones u órdenes que aseguren, por medio de una persona o de varias personas que actúen de manera concertada, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las operaciones o emitido las órdenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate.
- b. Operaciones u órdenes que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño e maquinación.
- c. Difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido Internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera e hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa. Con respecto a los periodistas que actúen a título profesional dicha divulgación de información se evaluará teniendo en cuenta las normas que rigen su profesión, a menos que dichas personas obtengan directa o indirectamente una ventaja o beneficio de la mencionada difusión de información.

Por su parte la legislación penal sanciona esta conducta indicando que “quien con el fin de procurar un provecho indebido para sí o para un tercero, realice ofertas de compra o de venta de valores registrados, o para comprar o vender dichos valores cree una apariencia falsa o engañosa de que los valores registrados se están negociando activamente, o establezca una apariencia falsa o engañosa respecto al mercado de los valores registrados, o manipule el precio del mercado de cualquier valor registrado, con el

⁷⁸ Esto es lo que en la legislación española se denomina la *Prohibición de provocar una evolución artificial de las cotizaciones*, prohibiendo preparar o realizar prácticas que falseen la libre formación de los precios en el mercado, interfiriendo en el libre juego de la oferta y la demanda. op. cit. CORTES, L.J., Lecciones de Contratos y Mercados Financieros. p. 231.

⁷⁹ Ver Ley No. 24 del 28 de julio de 1988 (Ley del Mercado de Valores de España).

fin de facilitar la venta o la compra de dichos valores, será sancionado con prisión de 3 a 6 años”.

2.8. Realizar la promoción de valores sin divulgar que se recibe un beneficio

Está prohibido a toda persona que directa o indirectamente reciba una contraprestación de un emisor registrado o de cualquier persona que tenga interés en la compra o la venta un valor registrado promover dicho valor (pretendiendo que no lo está ofreciendo), a menos que dicha persona en forma concurrente le divulgue al comprador o al vendedor prospectivo el hecho de que ha recibido o recibirá una contraprestación por hacer dicha promoción o que el comprador o el vendedor prospectivo tenga conocimiento de ello. Lo dispuesto en este artículo no se aplicará a la remuneración ordinaria que reciba una persona por preparar o publicar de buena fe un anuncio publicitario que sea evidentemente una declaración de otro y que se publique por cuenta de éste.

2.9. Falsificación de libros, de registros de contabilidad o de información financiera

Está prohibido a toda persona, a sabiendas o interviniendo culpa grave, alterar o falsificar los libros o registros de contabilidad, la información financiera o las anotaciones en registros o en cuentas de custodia de un emisor, de una casa de valores, de un asesor de inversiones, de una sociedad de inversión, de un administrador de inversiones, de un intermediario, de una organización autorregulada, de un miembro de una organización autorregulada o de cualquier otra persona registrada en la Comisión, de modo que haga que sean falsos o engañosos en aspectos de importancia.

Referencias

1. Leyes

Decreto Ley 1 de 1999, artículos 195 a 203

Código Penal, artículos 393-A a 393-G

Capítulo II

Sanciones, Responsabilidad Administrativa y Civil en el Mercado de Valores

1. Multas Administrativas

La Comisión Nacional de Valores está facultada para imponer sanciones a aquellas personas que ésta determine que hayan violado la legislación de valores o alguno de sus Acuerdos. Dicha facultad tiene la finalidad primordial de brindar ejemplos al mercado, generando confianza y contribuyendo a la formación de una verdadera disciplina de mercado (market discipline)⁸⁰.

Esta facultad de imponer multas deriva a su vez de la potestad punitiva y sancionadora única del Estado, quien a través del ente regulador del mercado, la ejerce a fin de velar por el correcto funcionamiento y desarrollo del mercado, aplicando sanciones que cumplen una función represiva, pero también disuasiva.

Para el caso de las actividades denominadas prohibidas descritas en el capítulo anterior, la Comisión está facultada para imponer multas hasta por un millón de balboas (B/. 1,000,000.00). En el caso de violaciones cometidas sobre cualquier otra disposición del Decreto Ley de valores fuera de las denominadas actividades prohibidas, la Comisión está facultada para imponer multas de hasta trescientos mil balboas (B/. 300,000.00).

2. Criterios para la Imposición de Multas

Para imponer las multas indicadas anteriormente, la Comisión debe atenerse a una serie de criterios de valoración que devienen en una serie de baremos que determinarán en cada caso, el monto de la sanción a aplicar según cada caso en particular. Los criterios de valores indicados son los siguientes:

1. La gravedad de la infracción.
2. La amenaza o el daño causado.

⁸⁰ La sanción pecuniaria no cumple la función solo de ser represiva a quien haya violado una disposición de la legislación de valores, también cumple una función disuasiva respecto al resto de operadores del mercado. De igual forma sirve a manera de sanción moral para aquellos operadores que hayan violado las normas de conducta de los mercados, violando por tanto la confianza y la aludida disciplina de mercado, corriendo el riesgo de ser marginado de las operaciones por parte del resto de operadores o por los inversionistas.

3. La capacidad de pago y el efecto de la sanción administrativa en la reparación del daño a los inversionistas directamente perjudicados.
4. Los indicios de intencionalidad.
5. La duración de la conducta.
6. La reincidencia del infractor.

Estos criterios de valores resultan de suma importancia, ya que la aplicación de una multa desproporcionada, ya sea por su bajo monto o por ser éste exagerado, haría perder el sentido ejemplar y disuasivo (futuro) que cumplen las sanciones administrativas. En el primer caso, una sanción demasiado baja, tendría poco o nulo carácter ejemplar, mientras que podría ser un incentivo a la comisión de conductas que en suma de beneficios y perjuicios, serían rentables. Sin embargo en el segundo caso, sanciones desproporcionadas y altas podrían perjudicar severamente al público inversionista, así como a otros acreedores, al momento de intentar recuperar los montos invertidos, a través de reclamación de daños y perjuicios, por vía de los tribunales ordinarios.

3. Multas Administrativas derivadas de la presentación tardía de información financiera

3.1. Estados Financieros de Emisores y Sociedades de Inversión Registradas⁸¹

Para la aplicación las sanciones por presentación tardía de estados financieros, la Comisión previamente se comunicará⁸² con el emisor o con la sociedad de inversión registrada, a fin de recibir las explicaciones que a bien tuviese remitir para justificar la mora. Esta Comunicación se dará a través de la Dirección Nacional de Registro de Valores.

Una vez recibidas las explicaciones por parte del emisor o de la sociedad de inversión registrada, la Comisión procederá a evaluar si éstas se enmarcan dentro de los supuestos comprendidos de fuerza mayor, caso fortuito o bien por haber cesado operaciones como negocio en marcha, únicos casos en los cuales la Comisión podría determinar la no aplicación de las sanciones que correspondan.

⁸¹ La periodicidad y forma con que deben ser presentados los estados financieros ante la Comisión puede consultarse en el Capítulo I de la Quinta parte del presente libro.

⁸² Las comunicaciones con los emisores o sociedades de inversión registradas se harán por vía de correo electrónico, directamente con la persona que estos hayan previamente designado, autorizado y comunicado por escrito a la Comisión

En el caso de que no se reciban las explicaciones de parte del emisor o la sociedad de inversión registrada, dentro de los tres días hábiles al envío de la comunicación, se procederá a la imposición de una sanción, de acuerdo al siguiente criterio:

1. Con multa de **cincuenta balboas (B/.50.00)** por día, durante los primeros diez (10) días hábiles de mora;
2. Con multa de **cien balboas (B/.100.00)** por día, durante los siguientes diez (10) días hábiles de mora;
3. Con multa de ciento cincuenta balboas (B/.150.00) por día, durante los siguientes días hábiles de mora, hasta un máximo de **tres mil balboas (B/.3,000.00)** por informe moroso.

En el caso de que un emisor de valores incurra en mora de sesenta días hábiles en la entrega de sus informes de actualización (contentivos de los respectivos estados financieros), la Comisión deberá proceder a través de Resolución, a suspender la autorización para oferta pública y negociación de los valores registrados.

3.2. Estados Financieros de Casas Valores, Asesores de Inversión, Administradores de Inversión y Organizaciones autorreguladas

El procedimiento descrito anteriormente para la imposición de multas administrativas por la presentación tardía de estados financieros resulta de igual aplicación para los casos de presentación tardía de estados financieros por parte de casas de valores, asesores de inversión, administradores de inversión y organizaciones autorreguladas, excepto que la comunicación en cuestión se hará a través de la Dirección Nacional de Mercados de Valores y Fiscalización dirigida al ejecutivo principal o bien al oficial de cumplimiento.

En el caso de que no se reciban las explicaciones de parte de la casa de valores, asesor de inversiones, administrador de inversiones o de la organización autorregulada, dentro de los tres días hábiles al envío de la comunicación, se procederá a la imposición de una sanción, de acuerdo al siguiente criterio:

1. Con amonestación durante los primeros cinco (5) días hábiles de mora.
2. Con multa de **setenta y cinco balboas (B/.75.00)** por día, durante los siguientes diez (10) días hábiles de mora;

3. Con multa de **ciento cincuenta balboas (B/.150.00)** por día, durante los siguientes quince (15) días hábiles de mora, hasta un máximo de **tres mil balboas (B/.3,000.00)** por informe moroso.

4. Multa por la no presentación de informes de transacciones de Casas de Valores

4.1. Informe de transacciones fuera de bolsa

La casa de valores que incumpla con la obligación de enviar a la Comisión el reporte de transacciones fuera de bolsa será sancionada con una multa de mil balboas (B/. 1,000.00) por la primera vez que incumpla con esta obligación.

De darse un segundo incumplimiento dentro del periodo de un año a contar desde que se produjo el primer incumplimiento la multa a imponer será de cinco mil balboas (B/. 5,000.00).

4.2. Informe mensual globalizado y registro individualizado de transacciones

Asimismo de producirse un incumplimiento en la presentación del informe mensual globalizado de transacciones o bien del registro individualizado de transacciones por cada uno de los corredores que laboren en la casa, la Comisión podrá imponer una multa de quinientos balboas (B/. 500.00).

5. Responsabilidad Civil

Toda persona que viole cualquier disposición del Decreto Ley de valores o sus reglamentos, responderá civilmente por los daños y perjuicios que su violación ocasione a un tercero.

La responsabilidad civil de que trata el Decreto Ley de valores deberá ser exigida al infractor en los respectivos tribunales de justicia ante la jurisdicción civil⁸³, que son los

⁸³ También podrá ejercitarse la acción civil dentro del proceso penal en el caso de las conductas prohibidas que también son conductas tipificadas como delito, como es el caso del uso indebido de información privilegiada, manipulación de mercado, captación de fondos sin contar con la correspondiente autorización administrativa, o negar presentar o presentar informes financieros con información engañosa. Delitos contenidos en el Capítulo VII, Título XII del Código Penal.

competentes para conocer de este tipo de acciones y no ante la Comisión Nacional de Valores.

En el caso de daños ocasionados por el uso indebido de información privilegiada (beneficio obtenido o pérdida evitada), de acuerdo a la conducta prohibida descrita en el Decreto Ley de valores, el infractor responderá civilmente por los daños y perjuicios causados hasta por un monto igual a tres veces la ganancia realizada, o la pérdida evitada. El monto a indemnizar también deberá ser decretado por tribunal de justicia competente, en la vía civil.

SEXTA PARTE

**PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITAL Y
FINANCIAMIENTO DEL TERRORISMO**

Capítulo I

El Blanqueo de Capitales y Financiamiento de Terrorismo en los Mercados de Valores

1. Responsabilidad del Regulador en la Prevención

La Comisión Nacional de Valores, y por virtud del mandato establecido en diversas normas jurídicas⁸⁴, tiene la responsabilidad de establecer procedimientos y mecanismos de control interno y de comunicación conducentes a prevenir la realización de operaciones vinculadas con el delito de blanqueo de capitales así como el de financiamiento del terrorismo.

En este sentido la Comisión ha regulado a través de Acuerdos las normas de conducta que deben cumplir las organizaciones autorreguladas, casas de valores, corredores de valores y administradores de inversión para la prevención del delito de blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo (Acuerdo No. 1-2005 de 3 de febrero de 2005), así como el rol y las funciones de los oficiales de cumplimiento (Acuerdo No. 9-2001 de 6 de agosto de 2001, según fue modificado por los Acuerdos No. 13-2001 de 4 de diciembre de 2001, 6-2002 de 7 de octubre de 2002 y 1-2004 de 9 de febrero de 2004), cuyas normas veremos más adelante.

2. ¿Qué es el blanqueo de capitales?

Existen en los mercados organizados una serie de normas y reglas de conducta, así como una serie de deberes por parte de quienes actúan en ellos, cuya función es la prevención del blanqueo de capitales⁸⁵ a través de los mercados.

El blanqueo de capitales consiste en desarrollar un conjunto de operaciones (mercantiles, de inversión o financieras), realizadas por una persona natural o jurídica, tendiente a ocultar o disfrazar bienes o recursos de origen ilícito⁸⁶.

⁸⁴ Ver *Ley 41 de 2 de octubre de 2000*, *Ley 42 de 2 de octubre de 2000* y *Ley 50 de 2 de julio de 2003*.

⁸⁵ El término blanqueo de capitales es utilizado como un término amplio para determinar cualquier activo proveniente de delitos, como bienes, vehículos e inmuebles obtenidos producto de actividades delictivas, dinero obtenido de la venta de drogas y sustancias ilícitas, cheques o dineros pagados como soborno a funcionarios públicos. En este sentido el término blanqueo de capitales ha reemplazado en la doctrina al término “*lavado de dinero*”, puesto que este último solo abarcaba conceptualmente dinero líquido, no obstante existen otros sinónimos utilizados como los son: *blanqueo de activos*, *legitimación de capitales* y, *lavado de capitales ilícitos*.

⁸⁶ *Panamá Frente al Blanqueo de Capitales y el Financiamiento del Terrorismo*, publicación oficial de la Superintendencia de Bancos. p. 7. Panamá. 2004.

Es además un delito, por lo que según el artículo 389 del Código Penal “el que reciba, deposite, negocie, convierta o transfiera bienes, dineros, títulos valores, bienes u otros recursos financieros, a sabiendas de que proceden de actividades relacionadas con el tráfico de drogas, estafa calificada, tráfico ilegal de armas, tráfico de personas, secuestro, extorsión, peculado, corrupción de servidores públicos, actos de terrorismo, robo o tráfico internacional de vehículos, previstas en la ley penal panameña, con el objeto de ocultar o encubrir su origen ilícito, o ayudar a eludir las consecuencias jurídicas de tales hechos punibles”.

La sanción establecida para este delito será de 5 a 12 años de prisión o bien de 100 a 200 días-multa.

3. El propósito del blanqueo de capitales

Los objetivos principales de esta actividad pueden resumirse en tres puntos básicos que son⁸⁷:

- a. **dar apariencia de legalidad a bienes de origen ilícito:** realizada con la finalidad de poder disponer libremente y sin reproches jurídicos ni sociales del dinero mal habido.
- b. **encubrir el origen ilícito de los recursos:** se realiza con la finalidad de distraer la atención de los organismos reguladores y así complicar la función fiscalizadora de estos.
- c. **mezclar dineros legales con transacciones financieras legítimas:** se mezcla el dinero mal habido con dinero proveniente de actividades lícitas, generalmente de actividades legítimas como el manejo de una empresa o negocio común.

4. El Financiamiento del Terrorismo

Al igual que el blanqueo de capitales, existen normas de conducta y deberes para la prevención de la utilización de los mercados de valores como vehículo de financiación del terrorismo.

⁸⁷ Op. cit. Panamá Frente al Blanqueo de Capitales y el Financiamiento del Terrorismo. P. 8

En adición es también un delito contemplado en nuestro código penal, tipificado específicamente en el Capítulo VI del Título VII⁸⁸.

Existe una directa relación entre el blanqueo de capitales y la actividad de financiamiento del terrorismo, que el blanqueo permite esconder y legitimar las ganancias que proceden de actividades ilegales, y ocultar rastros de delitos para así financiar las operaciones de las organizaciones terroristas⁸⁹.

5. Deberes de los Sujetos con Licencia Respecto al Blanqueo de Capitales y el Financiamiento del Terrorismo

Los sujetos con licencia que actúan en el mercado de valores, en específico las bolsas de valores, las centrales de valores, las casas de valores, los corredores y los administradores de inversión, están obligados a mantener en todas sus operaciones, toda la diligencia y el cuidado conducente a impedir que dichas operaciones se lleven a cabo con fondos o bien sobre fondos provenientes de actividades relacionadas con el delito de blanqueo de capitales⁹⁰.

Específicamente estos sujetos tienen el deber de realizar las siguientes actividades:

1. Identificar adecuadamente a sus clientes. Para tal efecto deben requerir de sus clientes las debidas referencias o recomendaciones, así como las certificaciones correspondientes que evidencien la incorporación y vigencia de sociedades, lo mismo que la identificación de dignatarios, directores, apoderados y representantes legales de dichas sociedades, de manera que puedan documentar y establecer adecuadamente el verdadero dueño o beneficiario, directo o indirecto.
2. Rendir declaraciones a la Unidad de Análisis Financiero (UAF) y/o requerir de sus clientes, apoderados o representantes, las declaraciones que fueren necesarias particularmente en caso de:
 - A. Depósitos o retiros de dinero en efectivo por un monto superior a diez mil balboas (B/.10,000.00) o transacciones sucesivas en fechas cercanas que, aunque inferiores a diez mil balboas (B/.10,000.00), individualmente consideradas sumen en total más de diez mil balboas (B/.10,000.00).

⁸⁸ Ver Ley 50 de 2 de julio de 2003.

⁸⁹ Op.cit. *Panamá Frente al Blanqueo de Capitales y el Financiamiento del Terrorismo*, publicación oficial de la Superintendencia de Bancos. p. 32.

⁹⁰ Ver artículo 1 de la Ley 42 de 2 de octubre de 2000.

B. Cambio de billetes, billetes de lotería, cheques, cheques de gerencia, cheques de viajeros u órdenes de pago o giros de denominaciones bajas por otros de denominaciones altas, o viceversa, por un monto superior a diez mil balboas (B/.10,000.00).

C. Cambio de cheques (de gerencia, de viajeros u otros) y órdenes de pago, librados al portador, con endoso en blanco y expedidos en una misma fecha o fechas cercanas y/o por un mismo librador o por libradores de la misma plaza, por un monto superior a diez mil balboas (B/.10,000.00).

3. Examinar con especial atención, cualquier operación, con independencia de su cuantía, que pueda estar particularmente vinculada al blanqueo de capitales provenientes de actividades ilícitas descritas en la ley.
4. Suministrar a la Comisión Nacional de Valores las declaraciones relativas a las transacciones a que se refiere el numeral 2, así como cualquier información adicional relacionada con tales transacciones para el adecuado análisis de éstas.
5. Comunicar directamente, y por iniciativa propia, a la UAF, cualquier hecho, transacción u operación sobre el cual se tenga sospecha de que esté relacionado con el delito de blanqueo de capitales. Reglamentariamente, se determinarán los supuestos o transacciones específicas que, de manera obligatoria, deban comunicarse a la UAF, así como las personas que deban hacer la comunicación y la forma de hacerlo.
6. Abstenerse de revelar, al cliente y a terceros, que se ha transmitido información a la UAF, con arreglo a lo dispuesto en esta Ley, o que se está examinando alguna transacción u operación, por sospecha de que pueda estar vinculada al delito de blanqueo de capitales.
7. Establecer procedimientos y mecanismos de control interno y de comunicación conducentes a prevenir la realización de operaciones vinculadas con el delito de blanqueo de capitales. La idoneidad de dichos procedimientos y mecanismos de control será supervisada por el organismo de supervisión y control de cada actividad, el cual podrá proponer las medidas correctoras oportunas, acordes con la viabilidad de las operaciones habituales de los usuarios legítimos.
8. Adoptar las medidas oportunas para que los empleados de la entidad tengan conocimiento de las exigencias derivadas de esta Ley. Las medidas incluirán la elaboración de planes de formación y cursos para empleados, que los capaciten para detectar las operaciones que puedan estar relacionadas con el delito de blanqueo de capitales y para conocer la manera de proceder en tales casos.

9. Conservar, por un periodo de cinco años, los documentos que acrediten adecuadamente la realización de las operaciones y la identidad de los sujetos que las hubieran ejecutado o que hubieran establecido relaciones de negocios, cuando la obtención de dicha identificación hubiera sido obligatoria.

De igual forma, la Comisión ha establecido mediante Acuerdo, los parámetros que como normas de buena conducta comercial han de mantener los sujetos con licencia expedida por la Comisión, siendo dichos parámetros los siguientes:

- a. observar la buena práctica de la industria de valores nacional e internacional en lo referente a la apertura de cuentas a través de cheques, transferencias bancarias o endosos de títulos valores nominativos.
- b. en el caso de la apertura o depósito a cuentas existentes con títulos al portador la casa de valores debe consignar dichos títulos en una central de valores debidamente autorizada para operar en el país.

Asimismo, los sujetos con licencia expedida por la Comisión, tiene la obligación de comprobar la identidad de sus clientes⁹¹, sean estos personas naturales o jurídicas. Esto es lo que se conoce normalmente como “Política Conozca su Cliente”, cuya función además de coadyuvar en la prevención del delito de blanqueo de capitales y de financiamiento del terrorismo, tiene la función de conocer al cliente para así poder brindarle recomendaciones adecuadas respecto a su perfil como inversionista.

Este deber de conocer a sus clientes se mantiene mientras exista relación entre el sujeto regulado y sus clientes, ya que aquellos deben mantener una diligencia continua sobre la ejecución de dicha relación, examinando las transacciones de manera que se compruebe que las mismas sean razonables respecto al perfil del cliente. La información del cliente debe ser actualizada de forma anual o cuando se evidencie un hecho que haga percibir al sujeto regulado un cambio en la trayectoria de actividades o manejo de la cuenta por parte del cliente.

⁹¹ Se entiende por cliente a toda persona natural o jurídica por cuya cuenta se lleva a cabo la operación con el sujeto regulado, una vez, ocasionalmente o de manera habitual, independientemente de la existencia de relaciones contractuales más generales establecidas con anticipación entre las partes.

Capítulo II

Oficial de Cumplimiento y Unidad de Análisis Financiero

1. Rol y Funciones del Oficial de Cumplimiento

El oficial de cumplimiento cumple un rol fundamental respecto a la prevención del blanqueo de capitales y del financiamiento del terrorismo, en este sentido el oficial de cumplimiento al cual se le reporten posibles irregularidades deberá cerciorarse de la existencia de las mismas, y debe además levantar un informe escrito sobre la información reportada. Este informe debe remitirse a la gerencia general o instancia afín en la organización para la cual labora con la mayor brevedad posible.

Igual deber tendrá el oficial de cumplimiento en el caso de que se presenten transacciones sospechosas⁹² en la organización para la cual labora.

La Comisión ha establecido mediante Acuerdo el rol y las funciones que deben cumplir las personas que hayan sido designadas como oficial de cumplimiento, indicando los siguientes deberes:

1. Velar porque todos los funcionarios de la casa de valores, asesor de inversiones, administrador de inversiones u organización autorregulada en la cual preste sus servicios posean, de ser así requerido, la licencia debidamente expedida por la Comisión Nacional de Valores para el ejercicio de sus funciones.
2. Velar por el cumplimiento de todas las personas que laboran en la organización de las disposiciones legales contenidas en el Decreto Ley de valores y todos los acuerdos reglamentarios que adopte la Comisión Nacional de Valores, así como el estricto cumplimiento de las disposiciones legales que sean aplicables en todas las operaciones y actividades desarrolladas dentro del contexto del mercado de valores y que guardan relación o inciden en el giro de actividades o negocios propios de la casa de valores, asesor de inversiones, administrador de inversiones u organización autorregulada, entre otras: la presentación oportuna de aquellos informes financieros, estadísticos o de naturaleza prudencial que requiera la Comisión Nacional de Valores y, a la UAF, la presentación de la información que ésta requiera en relación a la prevención de delitos de blanqueo de capitales.

⁹² Una transacción sospechosa es aquella transacción en efectivo o *cuasi efectivo* que supere los diez mil balboas /B/. 10,000.00) en un día laborable, o aquel conjunto de transacciones que en un plazo no mayor de cinco (5) días laborables superen dicha suma: *Acuerdo No. 9-2001 de 6 de agosto de 2001*.

3. Elaborar, desarrollar y velar por el cumplimiento de la política “Conozca a su Cliente”. Esta política debe contener, al menos, los siguientes parámetros:

- a. Requerir de cada nuevo cliente las debidas referencias o recomendaciones, así como las certificaciones correspondientes que evidencien la incorporación y vigencia de personas jurídicas.
- b. Identificación de directores, dignatarios, apoderados legales y representantes legales de dichas personas jurídicas.
- c. Ubicación física de cada nuevo cliente.
- d. Información laboral de cada nuevo cliente; en caso de ser personas jurídicas, áreas de negocios en las cuales se desarrolla.
- e. En caso de personas naturales, estado civil, edad, profesión, años de servicio en el lugar que labore, fuentes de ingreso.
- f. Mecanismos de detección de transacciones sospechosas, haciendo énfasis en el registro de la información de la operación, tales como: datos del cliente, cuentas que originan la operación, fechas y horas de las operaciones, montos y tipos de operación.
- g. Mecanismos de examen de cualquier operación, con independencia de su cuantía, que pueda estar vinculada al blanqueo de capitales provenientes de actividades ilícitas descritas en las leyes.
- h. Procedimientos de control interno y comunicación conducente a prevenir la realización de operaciones vinculadas al delito de blanqueo de capitales.

4. Elaborar políticas o programas para la detección, prevención y reporte de actividades propias de delitos de blanqueo de capitales.

5. Elaborar el programa de cumplimiento para los funcionarios de la casa de valores, asesor de inversiones, administrador de inversiones u organización autorregulada para la cual presta sus servicios, haciendo énfasis en la capacitación sobre el conocimiento de las exigencias derivadas del Decreto Ley de valores, sus acuerdos reglamentarios y cualesquiera otra norma legal aplicable a éstas personas jurídicas, confidencialidad de la información de clientes, reserva de los documentos que acrediten adecuadamente la realización de las operaciones y la identidad de las partes involucradas en éstas, y consecuencias por incumplimiento de estas obligaciones.

6. Elaborar los informes relacionados con la prevención de delitos de blanqueo de capitales que sean requeridos por la UAF, así como coordinar su oportuna presentación a la autoridad referida.

7. Servir de enlace de la casa de valores, asesor de inversiones, administrador de inversiones u organización autorregulada para la cual preste sus servicios con la Comisión Nacional de Valores y la UAF.

8. Reportar, en la mayor brevedad posible, a la gerencia general, u organismo con funciones similares, de la casa de valores, asesor de inversiones, administrador de inversiones u organización autorregulada cualesquiera actividades irregulares que tengan lugar en dicha empresa.

2. La Unidad de Análisis Financiero (UAF)

La Unidad de Análisis Financiero para la prevención del delito de blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo es una unidad adscrita al Consejo de Seguridad del Estado del Ministerio de la Presidencia ante la cual los sujetos con licencia expedida por la Comisión deben rendir declaraciones y/o requerirlas a sus clientes en los siguientes casos:

1. Depósitos o retiros de dinero en efectivo o cuasi-efectivo⁹³ por un monto superior a diez mil balboas (B/.10,000.00), transacciones sucesivas en fechas cercanas que aunque inferiores a diez mil balboas (B/10,000.00), individualmente consideradas sumen en total más de diez mil balboas.

2. Cambio de billetes, billetes de lotería, cheques, cheques de gerencia, cheques de viajeros u órdenes de pago o giros de denominaciones bajas por otros de denominaciones altas, o viceversa, por un monto superior a diez mil balboas (B/.10,000.00).

3. Cambio de cheques (de gerencia, de viajeros u otros) y órdenes de pago, librados al portador, con endoso en blanco y expedidos en una misma fecha o fechas cercanas y por un mismo librador o libradores de la misma plaza, por un monto superior a diez mil balboas (B/. 10,000.00).

Asimismo tienen la obligación de llevar un registro para las transacciones sospechosas vinculadas con el blanqueo de capitales o financiamiento del terrorismo, los cuales deben comunicar a la UAF, previo proceso del siguiente análisis:

⁹³ Se entiende por cuasi-efectivo cheques de gerencia, de viajeros u otros, así como órdenes de pago libradas al portador, con endoso en blanco y expedidos o recibidos o depositados en una misma fecha o en una fecha cercana en la misma semana laboral y/o por un mismo librador o libradores de la misma plaza.

1. Transacciones con características poco usuales respecto al patrón normal de comportamiento del cliente. Información sobre la transacción o sobre el cliente recibida de fuentes externas sea pública o privada.

2. Por cualquier otro motivo que lleve a concluir al sujeto obligado, en base a otros elementos de juicio que la transacción es sospechosa.

3. Un patrón sospechoso que se evidencie del examen periódico de las transacciones del cliente. Los sujetos regulados a través de su oficial de cumplimiento deben cumplir con las diligencias que se establecen a continuación, cuando, en el curso de sus actividades tengan conocimiento de operaciones llevadas a cabo en sus establecimientos que califiquen como sospechosas originadas en o vinculadas con el delito de blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo:

- a. registrar la información sobre la operación. La información debe contener los datos de la cuenta que origina la operación, la fecha de dicha operación y el tipo de operación.
- b. notificar la operación sospechosa al oficial de cumplimiento. El oficial de cumplimiento debe ordenar la revisión de la operación para verificar su condición de sospechosa.
- c. anotar en el registro de manera sucinta, las observaciones del funcionario que observa la operación y las del oficial de cumplimiento. De dicha anotación debe dejarse constancia en el expediente de la persona y la cuenta que originan la operación.
- d. notificar la operación sospechosa al director de la UAF en los formularios establecidos por ésta. La notificación se llevará a cabo por conducto del oficial de cumplimiento, dentro de los sesenta días siguientes a la anotación de que trata el numeral anterior.
- e. anotar en el registro la fecha y el formulario de notificación a la UAF, así como la fecha y número de la nota de respuesta de esta unidad.
- f. en los casos de operaciones sospechosas, actualizar el perfil del cliente respectivo.

Los sujetos con licencia expedida por la Comisión podrán en todo caso, bajo su propio criterio, cerrar las cuentas de cualquier persona, natural o jurídica, que esté vinculada a la operación sospechosa que haya sido reportada ante la UAF. Una vez cerrada la cuenta el sujeto con licencia debe remitir un informe, en un término no mayor de diez días hábiles contados a partir de la fecha del cierre, complementario al reporte efectuado, comunicando el cierre de la cuenta respectiva.

Por otro lado los sujetos con licencia no pueden revelar al cliente ni a terceros, que se ha transmitido información a la UAF, o bien que se está examinando alguna transacción u

operación, por sospecha de que pueda estar vinculada con el delito de blanqueo de capitales o financiamiento del terrorismo.

Referencias

1. Leyes

Decreto Ley 1 de 1999
Ley 41 de 2 de octubre de 2000
Ley 42 de 2 de octubre de 2000
Ley 50 de 2 de julio de 2003

2. Acuerdos

No. 9-2001 de 6 de agosto de 2001
No. 1-2005 de 3 de febrero de 2005

3. Opiniones

No. 10-2005 de 4 de agosto de 2005.

SEPTIMA PARTE

LA PROTECCIÓN AL PÚBLICO INVERSIONISTA

Capítulo I

La Protección al Público Inversionista

1. Necesidad de Protección

Un inversionista informado acerca de sus derechos, así como de las circunstancias y hechos relevantes sobre sus inversiones, representa un inversionista que confía en el mercado en el que invierte y realiza operaciones.

Esa confianza en el mercado es importante porque a su vez, genera liquidez y movimiento ya que puede brindar la impresión de que es un mercado en el que se puede invertir con algún grado de seguridad de que existen normas adecuadas de protección al público inversionista y que no se producen distorsiones relevantes en el mercado.

La protección al público inversionista no está contemplada en el Decreto Ley de valores como una atribución específica de la Comisión⁹⁴, no obstante, puede inferirse a lo largo de dicha norma, que es una prioridad para la regulación, que los inversionistas estén debidamente protegidos, condicionando en numerosas ocasiones las decisiones de la Comisión a la existencia de “peligro inminente al público inversionista⁹⁵”.

Cada día es más fácil tener acceso de forma individual a plataformas de negociación, compra y venta de valores a través de Internet, sin embargo de igual forma el mercado es cada vez más complejo y especializado, asimismo cada día son más frecuentes los intentos de estafas y fraudes por personas inescrupulosas que buscan acceder a la confianza de personas incautas y poco conocedoras.

La protección de los inversionistas es considerada de interés público⁹⁶ (a efectos de los mercados), situación que obliga a los reguladores a buscar un correcto equilibrio entre una

⁹⁴ No obstante *proteger los intereses del público inversionista* es un estándar con el que deben cumplir las reglas internas de las organizaciones autorreguladas. Así lo contempla expresamente el artículo 54 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.

⁹⁵ A lo largo de la norma, se hace alusión a expresiones que como hemos indicado condicionan la actuación de la Comisión a *la protección de los intereses del público inversionista* (o bien expresiones como *siempre que no perjudique los intereses del público inversionista*)

⁹⁶ Indica BELANDO GARIN que la regulación pública del mercado de valores desde sus inicios, ha tenido siempre como objetivo la protección del inversor, aun en países de tradición marcadamente liberal. Frente a esta situación inicial, las dimensiones alcanzadas por los mercados y sobre todo, la interrelación de las economías ha generado la necesidad de atender a un nuevo interés público, la eficacia del mercado, inicialmente ajena a estas regulaciones. De esta forma, los reguladores de todos los Estados se ven obligados a conjugar la necesaria protección del inversor con medidas tendentes a mantener la competitividad de los mercados. Esta necesidad de equilibrio no puede hacer olvidar en cualquier caso, que el fundamento último de todo el sistema público del mercado de valores es el inversor, sin el cual la presencia pública carecería de

intervención pública que permita cumplir con el objetivo de protección a los inversionistas sin que ello implique una disminución de la eficiencia y libertad de las operaciones en los mercados.

Como parte de la proyección del cumplimiento del principio de protección al inversionista, la Comisión creó la Unidad de Educación al Inversionista (UEI), con la finalidad de difundir los derechos básicos que tiene todo inversionista y servir de guía y ayuda a los inversionistas menos versados, así como a los potenciales inversionistas, susceptibles de caer en malas recomendaciones, e incluso en algunas ocasiones en estafas y engaños.

2. La Unidad de Educación al Inversionista (UEI)

La unidad de educación al inversionista fue creada en el año 2004, siendo su misión la de orientar, educar y proteger a los inversionistas, a los intermediarios y al público en general de la importancia del mercado y los derechos que le asisten. Los objetivos institucionales de la Unidad de Educación al Inversionista son los siguientes⁹⁷:

1. Mantener una estrecha relación de colaboración con el inversionista de tal modo que se pueda trabajar para alcanzar la función de protección mediante la información necesaria, sobre los siguientes puntos:
 - a. Aumentar la confianza en el mercado.
 - b. Promover el desarrollo del mercado.
 - c. Incentivar la inversión en el mercado de valores.
2. Identificar las necesidades, problemas y riesgos de los inversionistas mediante la implementación de un Programa de Educación al Inversionista.
3. Este programa estará dedicado a orientar al inversionista o potencial inversionista sobre los aspectos que debe considerar y analizar antes de tomar una decisión de inversión.

sentido. *Belando Garín, B. "La Protección Pública del Inversor en el Mercado de Valores". Civitas. Madrid, 2004. p. 28.*

⁹⁷ Información obtenida del "Informe de objetivos institucionales de la Unidad de Educación al Inversionista presentado en el año 2004".

4. Alertar sobre los riesgos que implican las inversiones y que el inversionista pueda detectar o identificar los riesgos.
5. La selección de la inversión está basada en la cantidad disponible a invertir, la duración, el riesgo, las necesidades de liquidez, objetivos de inversión y los mecanismos u opciones con que cuenta dentro del mercado.
6. Implementación de mecanismos e instrumentos para la consecución de estos objetivos como lo son campañas de educación a nivel nacional, programas radiales y televisivos, exposiciones de corta duración en escuelas y universidades, entre otros.

3. Derechos básicos de los inversionistas en Panamá

3.1. Recibir información

Las casas de valores se encuentran obligadas a enviar a sus clientes, estados de cuenta, confirmaciones de transacciones realizadas sobre valores, a presentar los estados financieros de la casa y a indicar las tarifas y comisiones que cobran.

En este sentido les está expresamente prohibido a las casas como a los asesores de inversión el promover un producto financiero sin indicar si se recibe un beneficio.

3.2. Confidencialidad

Las casas de valores deben guardar estricta reserva de la información que poseen de sus clientes, excepto aquella que el cliente consienta en que pueda hacerse pública o que se trate de información que deba o pueda ser divulgada de conformidad con lo establecido en el Decreto Ley de valores.

3.3. Trato justo

Las casas de valores deben dar trato justo a sus clientes a fin de evitar conflictos de interés y otras situaciones en perjuicio de dichos clientes. En este sentido cuando una misma transacción en valores se actúe en nombre del cliente y en nombre propio o de un tercero, la casa debe indicarlo expresamente.

3.4. Recomendación adecuada

Es un deber aplicable a las casas de valores, a los corredores y los asesores de inversión y que implica el correcto asesoramiento respecto a las compras, ventas o mantenimiento de posiciones en determinados valores, siempre que se base en una investigación realizada por la casa o su corredor de valores en base a su condición de profesional del mercado de valores.

3.5. Igualdad de condiciones en caso de una OPA

Todos los accionistas tienen el derecho de recibir la misma oferta sobre el precio de compra de las acciones, así como el trato justo e igualitario para todos. Asimismo tiene el inversionista el derecho de revocar la aceptación que haya emitido en el caso del lanzamiento de una OPA.

3.6. Indemnización por daños y perjuicios⁹⁸

Cualquier persona que hubiese sufrido un daño, por la violación de cualquier disposición del Decreto Ley de valores o sus reglamentos, tiene el derecho de exigir la correspondiente indemnización por daños y perjuicios a la persona que haya ocasionado los daños.

En el caso de la violación de la disposición de uso indebido de información privilegiada, la persona agraviada tendrá derecho de solicitar los daños y perjuicios hasta por un monto igual a tres veces la ganancia realizada o la pérdida evitada.

3.7. Rescindir un contrato de compra

El comprador de un valor registrado en la Comisión tiene el derecho de rescindir, es decir dar por terminado, un contrato de compra, en lugar de ejercer la acción de daños y perjuicios.

Asimismo puede exigir, en el caso de ejercitar esta opción, la devolución del precio pagado por dicho valor más los intereses sobre el precio, entregando al vendedor el valor que haya comprado. A la devolución debe restar cualquier distribución que hubiese

⁹⁸ Las acciones de reclamación de indemnización por daños y perjuicios, no son competencia de la Comisión y deberán ser ejercitadas en los Tribunales de Justicia competentes.

recibido como tenedor de dicho valor, incluyendo intereses devengados por dichas sumas distribuidas.

En cuanto al uso indebido de información privilegiada no se permite la rescisión del contrato.

3.8. Proceso Colectivo de Clases

Los procesos colectivos de clases tienen la finalidad de proteger lo que se denominan los derechos difusos.

En este sentido el Decreto Ley de valores ha contemplado la posibilidad de que en el caso de que las personas que hayan sufrido un daño y no exista la posibilidad de identificar de forma precisa a las personas que los hayan sufrido, ya sea por ser numerosas o bien por la cuantía de los daños, y que de tratarse de forma individual, fuese tan pequeña que la acción pueda resultar ilusoria, la Comisión pueda demandar en nombre propio con la intención de recuperar posibles indemnizaciones por los daños causados.

En caso de poder recuperar suma alguna en concepto de indemnización, dicha suma será remitida, luego de deducidos los gastos en los que haya incurrido la Comisión, a un fideicomiso, cuyos beneficiarios serán aquellas personas que demuestren tener derecho al pago de indemnización.

Capítulo II

La Protección a los Accionistas Minoritarios

Existen en nuestra legislación normas de protección de los accionistas minoritarios, quienes por su condición de minoritarios no tienen mayor injerencia en las decisiones adoptadas en cuando al manejo de la empresa, condicionando por tanto su inversión a las decisiones de aquellos que conforman mayoría. Estas disposiciones son aplicables tanto a empresas con valores registrados en la Comisión como a sociedades cuyas acciones se vendan en un mercado, aun cuando dichas sociedades no vendan públicamente sus propias acciones.

1. Sobre negocios o contratos entre la sociedad y sus directores

En todo negocio o contrato suscrito entre una sociedad y uno o más de sus directores, o uno o más de sus dignatarios, o en el cual una o más de estas personas estén interesadas directa o indirectamente, será sometido a la aprobación o desaprobación de la junta directiva de la sociedad, siendo esta una formalidad indispensable para obligar a la sociedad.

De toda resolución de la junta directiva sobre estos casos se informará a la próxima junta (asamblea) de accionistas y de ser desaprobada la actuación de la junta directiva, la junta general de accionistas resolverá si deben o no ejercer las acciones legales que correspondan contra los directores o dignatarios de la junta directiva que hubieren votado a favor de la resolución.

Sobre este particular los accionistas de forma individual están facultados para hacer uso o ejercer cualquier acción que la ley les confiera, en contra de los directores.

2. Sobre acciones de una sociedad que sean propiedad de otra sociedad

No tendrá derecho a voto en ninguna junta de accionistas ni se considerarán como acciones emitidas y en circulación para los efectos del quórum, las acciones de una sociedad que sean propiedad de otra sociedad, en la cual la primera posea la mayoría de las acciones.

3. Denuncias penales por delitos contra la propiedad

Cuando se intente denunciar a una persona, que tenga la representación de la sociedad, por delito contra la propiedad en perjuicio de la sociedad, tales como apropiación indebida, estafa y otros, y que según la ley de procedimiento requiera denuncia de la parte afectada, los tenedores de por lo menos el cinco por cien (5%) de las acciones en circulación podrán obtener la representación de la sociedad para tal fin en la forma siguiente:

1. Solicitaran a la junta directiva que le confiera la representación especial de la sociedad con el fin de presentar la denuncia del caso.
2. Si la junta directiva negara lo pedido o dentro de los diez días calendarios siguientes a la solicitud nada resuelve, los accionistas mencionados podrán presentar la denuncia del caso.
3. En este evento deben comprobar su carácter de accionistas con los certificados correspondientes y el haber hecho la solicitud con copia de ella y del recibo certificado que acredita que fue puesta en el correo o que fue entregada personalmente.

4. Derecho a protestar contra Acuerdos de Junta General de Accionistas

Todo accionista tendrá derecho a protestar contra los acuerdos de la junta general de accionistas tomados en oposición a la Ley, al pacto social o los estatutos de la sociedad, pidiendo, dentro del término de treinta (30) días, demandar la nulidad ante el juez competente, quien si lo considera de urgencia, podrá suspender la ejecución de lo acordado hasta que quede resuelta la demanda.

5. Convocatoria de la Junta General de Accionistas

La junta general de accionistas será convocada por la junta directiva por las personas debidamente facultadas para ellos por la ley, el pacto social o los estatutos o por el respectivo juez del circuito. La convocatoria judicial procederá únicamente, cuando así lo soliciten uno o varios accionistas cuyas acciones representen, por lo menos, una vigésima parte del capital social, si en el pacto social o los estatutos no se concediere ese derecho a acciones con menor representación.

La convocatoria judicial debe notificarse por medio de aviso que se publicará por tres (3) días consecutivos en dos diarios de circulación en el domicilio de la compañía o en la ciudad de Panamá y la fecha de celebración de la asamblea será no menos de diez (10) ni más de veinte (20) días después de la tercera publicación.

6. Responsabilidad de los Directores por obligaciones de la sociedad

Los directores no contraerán responsabilidad personal por las obligaciones de la sociedad, pero responden personal o solidariamente para con ella y para con los terceros; de la efectividad de los pagos que aparezcan hechos por los socios, de la existencia real de los dividendos acordados, del buen manejo de la contabilidad y en general de la ejecución o mal desempeño del mandato o de la violación de las leyes, pacto social, estatutos o acuerdos de la asamblea general.

Esta responsabilidad sólo puede ser exigida en virtud de un acuerdo de la asamblea general de accionistas.

7. De la liquidación de la sociedad

En el caso de que una sociedad haya sido disuelta conforme a lo establecen las normas del código de comercio y a falta de acuerdo de los socios en la compañía colectiva o comandita simple o de la asamblea general en la compañía por acciones, el juez a solicitud de cualquiera de los socios o de los accionistas, y previa comprobación de la existencia de motivo de disolución establecido en la ley, podrá hacer la declaratoria del estado de liquidación y nombrar liquidadores con arreglo al pacto social.

Referencias:

1. Leyes

Decreto Ley 1 de 1999, artículos 36, 38, 39, 40, 98, 100, 204, 206 y 210

Decreto de Gabinete 247 de 1970, artículos 34 a 42

OCTAVA PARTE

TARIFAS Y ASPECTOS FISCALES EN EL MERCADO DE VALORES

Capítulo I

Tarifas de Registro y Supervisión

1. Tarifas de Registro

Las personas que soliciten a la Comisión Nacional de Valores, registros de valores, así como la obtención de licencias y autorizaciones, están sujetos al pago de ciertas tarifas previamente establecidas para cada una de las solicitudes indicadas.

Estas tarifas han sido establecidas por ley guardando estricta relación con los costos operativos de la Comisión, para que dichas tarifas le permitan cumplir con sus funciones de forma eficiente conforme a su presupuesto. La Comisión puede recomendar al Organismo Ejecutivo la reducción del monto de cada tarifa aplicable.

Las tarifas por registros y licencias son las siguientes:

1. Ofertas públicas y valores sujetos a registro. **Cero punto cero quince por cien (0.015 %)** del precio de oferta de los valores con un mínimo de quinientos balboas (**B/. 500.00**) y un máximo de cincuenta mil balboas (**B/. 50,000.00**). Los valores ofrecidos por el Estado públicamente en la República de Panamá estarán sujetos al pago de la tarifa aun cuando no estén sujetos a registro.
2. Notificación de oferta pública de compra de acciones (OPA): diez mil balboas (**B/.10,000.00**).
3. Licencia de bolsa de valores: (**B/. 10,000.00**).
4. Central de valores: siete mil quinientos balboas (**B/. 7,500.00**).
5. Casa de valores: cinco mil balboas (**B/. 5,000.00**).
6. Asesor de inversiones: mil balboas (**B/. 1,000.00**), para personas jurídicas y quinientos balboas (B/. 500.00) para el caso de personas naturales.
7. Administrador de inversiones: mil balboas (**B/. 1,000.00**).
8. Ejecutivo principal: doscientos cincuenta balboas (**B/. 250.00**).
9. Corredores de valores y analistas: doscientos cincuenta balboas (**B/. 250.00**).

10. Sociedad de inversión: quinientos balboas **(B/. 500.00)**⁹⁹.
11. Notificación de sociedad de inversión privada: mil balboas **(B/.1,000.00)**.
12. Registro según artículo 103 de la Ley de valores¹⁰⁰: diez mil balboas **(B/. 10,000.00)**.
13. Solicitud de terminación de registro de valores: quinientos balboas **(B/.500.00)**.
14. Certificaciones y autenticaciones de documentos: un balboa **(B/.1.00)**.
15. Constancia de registro en la Comisión: diez balboas **(B/.10.00)**.
16. Cancelación de licencias de corredores de valores, asesores de inversión, ejecutivos principales: ciento cincuenta balboas **(B/.150.00)**.
17. Cancelación de ofertas públicas de valores: quinientos balboas **(B/.500.00)**.
18. Cancelación de licencias de bolsas de valores y central de valores: dos mil quinientos balboas **(B/. 2,500.00)**.
19. Cancelación de licencia de casas de valores y sociedades administradoras de inversión: mil balboas **(B/.1,000.00)**.
20. Derecho a examen de los corredores de valores, ejecutivos principales, asesores de inversión, analistas, administradores de sociedades de inversión: cincuenta balboas **(B/. 50.00)**.
21. Registro de custodios, agente de pago o comisionistas: dos mil quinientos balboas **(B/. 2,500.00)**.
22. Registro de entidades calificadoras de riesgo que operen en la República de Panamá: quinientos balboas **(B/.500.00)**.

2. Tarifas de Supervisión

⁹⁹ Esta tarifa se computa por sociedad de inversión y no por fondos o subfondos que ésta pueda tener.

¹⁰⁰ Este artículo establece que “*quedarán sujetas al régimen de defensa contra ofertas hostiles establecido por el Decreto 45 de 1977 las sociedades constituidas de conformidad con las leyes de la República de Panamá, y las constituidas de conformidad con leyes extranjeras que tengan su sede social o estén habilitadas para hacer negocios dentro de la República de Panamá, que tengan más de tres mil accionistas, la mayoría de los cuales tengan su domicilio fuera de la República de Panamá, que se registren, o que estén registradas al entrar en vigencia este Decreto-Ley, en la Comisión expresamente para este propósito, y que mantengan en la República de Panamá oficinas permanentes con empleados de tiempo completo e inversiones en el territorio nacional por una suma superior a un millón de Balboas (B/.1,000,000.00)*”.

Asimismo existe una tarifa que por la función de supervisión que ejerce la Comisión sobre las actividades del mercado, es cobrada de forma anual a los sujetos con licencia, así como aquellos con valores registrados en ella.

La Comisión Nacional de Valores, tiene facultades otorgadas mediante ley para establecer recargos a las personas supervisadas que no paguen en tiempo oportuno la tarifa de supervisión que les corresponda.

Las tarifas de supervisión establecidas son las siguientes:

1. Valores registrados: **cero punto cero diez por cien (0.010 %)** del valor de mercado de los valores registrados en circulación, con un mínimo de quinientos balboas **(B/.500.00)** y un máximo de quince mil balboas **(B/. 15,000.00)** por cada emisión registrada. Los valores ofrecidos por el Estado públicamente en la República de Panamá estarán sujetos a esta tarifa, aun cuando no estén sujetos a registro en la Comisión.
2. Bolsa de valores: **cero punto cero veinte por cien (0.0020 %)** del monto anual de las negociaciones de valores llevados a cabo, con un mínimo de cinco mil **balboas (B/. 5,000.00)** y un máximo de treinta mil balboas **(B/. 30,000.00)**.
3. Central de valores: **cero punto cero cero diez por cien (0.0010 %)** sobre el monto resultante del inventario de valores en custodia a fin de año más el inventario de valores en custodia a inicio de año dividido entre dos, con un mínimo de dos mil quinientos balboas **(B/. 2,500.00)** y un máximo de treinta mil balboas **(B/. 30,000.00)**.
4. Casa de valores: **cero punto cero veinticinco por cien (0.0025 %)** del monto anual de las negociaciones de valores llevadas a cabo, con un mínimo de dos mil quinientos balboas **(B/. 2,500.00)** y un máximo de veinticinco mil balboas **(B/.25,000.00)**.
5. Asesor de inversiones: quinientos balboas **(B/.500.00)** para personas jurídicas y doscientos cincuenta balboas **(B/. 250.00)** para personas naturales.
6. Administrador de inversiones: quinientos balboas **(B/.500.00)**.
7. Ejecutivo principal: ciento veinticinco balboas **(B/. 125.00)**.
8. Corredores de valores y analistas: ciento veinticinco balboas **(B/.125.00)**.

9. Sociedad de inversión: **cero punto cero cero diez por cien (0.001 %)** del promedio del valor neto de los activos de la sociedad de inversión durante el año, correspondiente a las cuotas de participación registradas en la Comisión y vendida en la República de Panamá, con un mínimo de quinientos balboas **(B/. 500.00)** y un máximo de cinco mil balboas **(B/. 5,000.00)**¹⁰¹.

10. Certificación anual de sociedad de inversión privada: quinientos balboas **(B/. 500.00)**.

11. Entidades calificadoras de riesgo que operen en la República de Panamá: doscientos cincuenta balboas **(B/. 250.00)**.

¹⁰¹ Esta tarifa se computa por sociedad de inversión y no por los fondos o subfondos que la sociedad de inversión pueda tener.

Capítulo II

Aspectos Fiscales

Generalmente los mercados de valores poseen tratamientos fiscales positivos con la finalidad de servir como incentivo al desarrollo de los mismos, concediendo privilegios de desgravación a ciertas operaciones realizadas en el mercado así como a las ganancias obtenidas de las mismas.

En este sentido, tienen beneficios fiscales con relación al impuesto sobre la renta, las siguientes ganancias realizadas en el mercado de valores:

1. Ganancias de Capital sobre Valores emitidos por Estado

No son consideradas gravables las ganancias, ni deducibles las pérdidas provenientes de la enajenación de valores emitidos por el Estado, para los efectos del impuesto sobre la renta, el impuesto sobre dividendos y el impuesto complementario.

2. Ganancias de Capital sobre Valores registrados en la Comisión Nacional de Valores

Tampoco se consideran gravables las ganancias, ni deducibles las pérdidas para efectos de la enajenación (compra o venta) de valores registrados en la Comisión Nacional de Valores siempre que se cumpla lo siguiente:

1. Que la enajenación se dé, a través de una bolsa de valores o bien a través de otro mercado organizado.
2. Que la enajenación se dé como resultado de una fusión, una consolidación o una reorganización corporativa, siempre que en reemplazo de sus acciones, el accionista reciba únicamente otras acciones en la entidad que subsiste o en una afiliada¹⁰².

3. Ganancias en cuanto a intereses

¹⁰² Sin embargo la entidad subsistente puede pagar a sus accionistas hasta uno por cien (1%) del valores de las acciones recibidas por dichos accionistas en dinero y otros bienes con la finalidad de evitar el fraccionamiento de acciones.

Los intereses u otros beneficios que sean pagados o acreditados sobre valores registrados en la Comisión Nacional de Valores, siempre que sean colocados a través de una bolsa de valores o a través de otro mercado organizado, están exentos del impuesto sobre la renta¹⁰³.

Por su parte si estos intereses son pagados o acreditados sobre valores registrados en la Comisión Nacional de Valores que no han sido colocados a través de una bolsa de valores o de otro mercado organizado causan impuesto sobre la renta, pero lo harán en base a una tasa única de cinco por cien (5 %), que debe ser retenido en la fuente, es decir por la persona que paga los intereses, quien debe remitir las sumas retenidas para que sean ingresadas al Tesoro Nacional, dentro de los treinta días siguientes a la fecha de pago, acompañando las sumas remitidas con una declaración jurada suscrita conforme a formularios que deben ser solicitados en el Ministerio de Economía y Finanzas.

Las rentas provenientes de intereses no se consideran parte de las rentas brutas de los contribuyentes, por tanto no se está obligado a incluirlas en la declaración de renta.

4. Impuesto de Timbre

Los valores registrados en la Comisión Nacional de Valores, los contratos, convenios y demás documentos relacionados con la emisión, suscripción, venta, pago, traspaso, canje o redención de dichos valores, no causarán impuesto de timbre.

5. Planes de Pensiones y Jubilaciones Privadas

Los planes de pensiones y jubilaciones privadas, sujetos a la fiscalización de la Comisión, poseen un beneficio fiscal que permite deducir del impuesto sobre la renta hasta un 10 por cien (10 %) del ingreso bruto del contribuyente, en los aportes individuales provenientes de planes individuales.

¹⁰³ De igual forma se produce la exención del impuesto sobre la renta si los valores registrados en la Comisión Nacional de Valores, han sido previamente comprados por un suscriptor quien posteriormente los coloca a través de una bolsa de valores o de un mercado organizado. Por tanto las personas que compren los valores a un suscriptor gozarán del beneficio fiscal de la exención del impuesto sobre la renta.

Esta exención se extiende tanto a las aportaciones realizadas al plan de pensiones, a sus rendimientos, así como a los retiros realizados una vez se genere la posibilidad de hacer uso de los derechos económicos derivados del plan¹⁰⁴.

6. Ofertas Públicas de Adquisición

Con la reciente reforma establecida a través de la Ley No. 6 de 2 de febrero de 2005, se eliminó el beneficio fiscal de las ganancias obtenidas como resultado de la aceptación de una oferta pública de compra (OPA) de valores registrados en la Comisión Nacional de Valores¹⁰⁵.

¹⁰⁴ Ver artículo 708, literal o. del Código Fiscal.

¹⁰⁵ Ver literal e del artículo 701 del Código Fiscal, modificado por el artículo 18 de la Ley No. 6 de 2 de febrero de 2005.

Referencia:

1. Leyes

Decreto Ley 1 de 1999, artículos 269 a 271

Ley 11 de 30 de enero de 2002

Ley 6 de 2 de febrero de 2005

Ley 10 de 16 de abril de 1993

BIBLIOGRAFIA

Belando Garín, B. La Protección Pública del Inversor en el Mercado de Valores. Madrid. Ed. Civitas. 2004.

Cachón Blanco, J. E. 200 preguntas sobre los Mercados de Valores. Madrid. Ed. La Ley-Actualidad. 1999.

Castilla, M. Regulación y Competencia en los Mercados de Valores. Madrid. Ed. Civitas. 2001.

Cortés, L. J. Lecciones de Contratos y Mercados Financieros. Madrid. Ed. Civitas. 2004.

Cooter R. y Ulen Th. Derecho y Economía. Ed. Fondo de Cultura Económica. México. 1998.

De Carlos Bertrán, L. Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de suscripción y venta de valores negociables. Madrid. Ed. Civitas. 1998.

El Mercado de Valores en Panamá, publicación de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. 1996.

Fernández Pérez, N. La Contratación Electrónica de Servicios Financieros. Madrid. Ed, Marcial Pons. 2003.

HALPERINI ,I. Curso de Derecho Comercial. Volumen 1. Ed. Depalma. Buenos Aires. 1978.

Ibáñez Jiménez, J. W. La Contratación en el Mercado de Valores Madrid. Ed. Marcial Pons. 2001.

Inversión de los Fondos de Pensiones, Presentaciones del Seminario Internacional del mismo nombre desarrollado en Lima, Perú en noviembre de 2004, Ed. CIEDESS. 2004.

López Martínez, M. La Responsabilidad por el Contenido el Folleto Informativo en las Ofertas Públicas de Valores. Madrid. Ed. Civitas. 2003.

Menéndez, A (Director), varios autores. Lecciones de Derecho Mercantil. Madrid. Ed Civitas. 2004

Miranda E. y Rodríguez E. Exámen Critico del Sistema de AFP. Ed. Universitaria. Santiago de Chile. 2003.

Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores. Superintendencia de Valores de El Salvador. 2004

Panamá Frente al Blanqueo de Capitales y el Financiamiento del Terrorismo, publicación oficial de la Superintendencia de Bancos de la República de Panamá. 2004.

Sepúlveda C. Diccionario de Términos Económicos. Ed. Universitaria. Santiago de Chile. 2004.

Tapia Hermida, A.J. Derecho del Mercado de Valores. Barcelona. Ed. Cálamo 2003

Tapia Sánchez, M. R. Oferta Pública de Suscripción: Un Enfoque Contractual. Ed. EDR. Madrid. 2003.

Terradillos Basoco J. y Alcalá Sánchez M., (coordinadores, obra de varios autores). Temas de Derecho Penal Económico. Ed. Trotta. Madrid. 2004.

Tesis

Vence Campos, C. Las sociedades de inversión y su importancia en el mercado de Valores. Universidad de Panamá. 2003.

Artículos

Barsallo Pérez., C. ¿Qué es una *OPA*? Diario La Prensa, sección *Finanzas*. 18 de noviembre de 2001.

Mora Enguidanos, A. y Menendez Alonso, E. ¿Qué me pasa doctor? Un retrato psicológico del inversor. Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Auditoría No. 67. 2004.

Leyes y Códigos

Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999

Decreto de Gabinete 247 de 16 de julio de 1970

Ley 10 de 16 de abril de 1993

Ley 41 de 2 de octubre de 2000

Ley 42 de 2 de octubre de 2000

Ley 50 de 2 de julio de 2003

Código Penal de la República de Panamá

Código Fiscal de la República de Panamá

Decreto Ejecutivo 106 de 25 de diciembre de 1995