REPUBLICA DE PANAMA
COMISION NACIONAL DE VALORES

OPINION No. 7 -2011

(De 31 de mayo de 2011)

Tema: ¿Puede una casa de valores con licencia otorgada por la CNV otorgar créditos a clientes que tengan cuentas abiertas con dichas casas de valores con la finalidad de que utilicen dichos fondos prestados para operaciones con valores? Y si existe alguna regulación vigente que establezca parámetros u otras obligaciones para el otorgamiento de créditos a clientes que hayan abierto cuentas con la casa de valores, y si existe algún límite de montos para el otorgamiento de créditos? Y si puede la Casa de Valores garantizar el pago de los créditos otorgados a través de la constitución de una prenda sobre los activos financieros que mantiene el cliente en su cuenta?

Solicitante: Licenciado Jorge Alexander Olivardía en representación de la firma Sucre, Arias y Reyes.

ɔjeto de la Consulta:

"Puede una casa de valores con licencia otorgada por la CNV otorgar créditos a clientes que tengan cuentas abiertas con dichas casas de valores con la finalidad de que utilicen dichos fondos prestados para operaciones con valores? Y si existe alguna regulación vigente que establezca parámetros u otras obligaciones para el otorgamiento de créditos a clientes que hayan abierto cuentas con la casa de valores, y si existe algún límite de montos para el otorgamiento de créditos? Y si puede la Casa de Valores garantizar el pago de los créditos otorgados a través de la constitución de una prenda sobre los activos financieros que mantiene el cliente en su cuenta?"

ɾiterio del solicitante:

A efectos de claridad interpretativa reproducimos el contenido del artículo 3 del Acuerdo No. 2-2004, que establece las actividades y servicios propios de una casa valores (sic) con licencia otorgada por la CNV, así como sus actividades incidentales permitidas y que expresa:

"Artículo 3 (Actividades y Servicios)
Las Casas de Valores tendrán como objeto exclusivo dedicarse al negocio de Casa de Valores, salvo en el caso de Bancos. En consecuencia, las Casas de Valores podrán recibir y transmitir órdenes por cuenta de terceros, ejecutar dichas órdenes por cuenta de terceros y dar y ejecutar órdenes por cuenta propia.
Junto a tales actividades principales, las Casas de Valores podrán prestar servicios y dedicarse a actividades y negocios incidentales del negocio de Casa de Valores, tales como:
1. La asesoría de inversiones.
2. La gestión discrecional e individualizada de cuentas de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversionistas.
3. La mediación, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de las emisiones y ofertas públicas de ventas.
4. La actuación como suscriptor o colocador de emisiones y ofertas públicas de venta.
5. 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.
6. La administración de carteras o portafolios individuales de inversión.
7. La ejecución de funciones inherentes a agencia de pago, registro y transferencia.

8. El otorgamiento de préstamos de valores y de dinero para la adquisición de Valores."

Del texto de la normativa citado se evidencia que la Comisión expresamente y por vía de Acuerdo ha establecido como una actividad incidental al negocio de casa de valores el otorgamiento de préstamos tanto de valores como de dinero para la adquisición de valores.

Destacamos el hecho de que el Acuerdo No. 2-2004 de 30 de abril de 2004 solo hace alusión al otorgamiento de créditos para la adquisición de valores, sin hacer distinción alguna a la condición de valores registrados o no, por tanto colegimos que no se hace diferenciación alguna con relación a valores registraos o valores no registrados en la CNV.

Lo anterior lo indicamos debido a que el artículo 146 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, contenido en el Título X denominado "Del Crédito Bursátil, Opciones e Instrumentos Derivados" expresa que cualquier personas podrá otorgar crédito, o pedir prestado, con el fin de adquirir o mantener en ***cartera valores registrados*** *con sujeción a las limitaciones, los parámetros y las reglas que de tiempo en tiempo dicte la Comisión mediante acuerdo sobre la materia para proteger los intereses del público inversionista.*

Como se puede apreciar la citada norma si hace una diferenciación y limita la posibilidad de otorgamiento de créditos a valores registrados, siendo entonces la norma reglamentaria, a saber el Acuerdo No. 2-2004 de 30 de abril de 2004 en su artículo 3 el que contempla la permisibilidad para una casa de valores de otorgar créditos para la adquisición de valores no registrados.

Hasta donde entendemos no se ha emitido regulación adicional que regule la materia o establezca parámetros relativos a obligaciones propias del otorgamiento de créditos, formalidades, límites u otros similares, no obstante aspiramos a que en caso de haberlos o considerarlos, la CNV los plasme en a presente Opinión de forma expresa, clara y puntual.

Por otro lado deseamos recalcar el contenido del artículo 194 del Decreto ley, que establece la existencia de una prenda legal (ausente de formalidades para su constitución) que garantice las deudas adquiridas por la compra de un activo financiero. Esto no permite afirmar que el legislador, a través del artículo 194, ratifica la posibilidad del otorgamiento de facilidades crediticias al afirma (sic) el párrafo sexto que expresa:

> *Si un tenedor indirecto adquiere un derecho bursátil sobre un activo financiero a través de un intermediario, y como resultado de ello, el tenedor indirecto queda obligado a pagar el precio de compra al intermediario, si el intermediario acreditó dicho activo financiero a la cuenta de custodia del tenedor indirecto, queda constituida una prenda legal a favor del intermediario sobre los derechos que adquiera el tenedor indirecto en dicho activo financiero acreditado a su cuenta de custodia con el fin de garantizar el precio de compra. No se requerirá el otorgamiento de un contrato para la constitución de esta prenda legal, y la misma quedará perfeccionada automáticamente y será oponible a terceros desde el momento en que se den los hechos que ocasionen su constitución.*
>
> *Si concurrieren dos o más créditos con respecto a un mismo activo financiero dado en prenda, todos los acreedores prendarios tendrán igual prelación. No obstante lo anterior, la prenda otorgada por un deudor al intermediario con quien mantenga la cuenta de custodia tendrá prelación sobre la prenda otorgada por dicho deudor a otro acreedor prendario.*

Es decir si la norma permite la constitución de una prenda ex lege que garantice el pago de obligaciones adquiridas por la adquisición del valor en cuestión puede llegarse a la llana conclusión de que efectivamente es permitido el otorgamiento de créditos para la compra de no solo valores sino para la adquisición de cualesquiera activos financieros, tal y como indica el artículo 194, siempre que ellos sean mantenidos y acreditados a una tenedor indirecto en una cuenta de custodia.

La cita, así como el anterior razonamiento nos llevan también a afirmar que, en efecto no solo es permitida la prenda sobre activos financieros (incluyendo valores) mantenidos

por intermediarios (sic) en una cuenta de custodia a favor de un tenedor indirecto, sino que además se constituye una prenda legal (que no requiere formalidades), no obstante la misma se constituye de forma específica sobre los activos financieros adquiridos en beneficio de dicho tenedor indirecto.

Esto también nos permite colegir que en caso de que se precise obtener una prenda sobre otros activos financieros mantenidos en cuenta, para garantizar facilidades crediticias para la adquisición de valores, a fin de cubrir posibles pérdidas de valor de marcado de dichos activos financieros y otros gastos y comisiones de ejecución de la prenda, deberá la misma constar por escrito cumpliendo con las formalidades establecidas en el artículo 194 o bien las establecidas en el artículo 176 del Decreto Ley para el caso de valores representados mediante anotaciones en cuenta, aunque este último caso no es objeto de la presente consulta.

›sición de la Comisión Nacional de Valores (CNV)

iciaremos por dar respuesta a la primera interrogante efectuada por el interesado, la que citamos a ›ntinuación:

Puede una casa de valores con licencia otorgada por la CNV otorgar créditos a clientes que tengan ıentas abiertas con dichas casas de valores con la finalidad de que utilicen dichos fondos prestados ıra operaciones con valores?

l artículo 27 del Decreto Ley No. 1 de 1999 establece las actividades permitidas de las Casas de alores, entre las cuales se incluye como negocio incidental el otorgamiento de prestamos de valores dinero para la adquisición de valores; veamos:

> ***"Artículo 27: Actividades permitidas***
> *La persona a quien la Comisión otorgue una licencia de casa de valores sólo podrá dedicarse al negocio de casa de valores, salvo en el caso de bancos. No obstante, la persona a quien se le otorgue una licencia de casa de valores podrá prestar servicios y dedicarse a actividades y negocios incidentales del negocio de casa de valores, tales como el manejo de cuentas de custodia, la asesoría de inversiones, la administración de inversiones de sociedades de inversión y* ***el otorgamiento de préstamos de valores y de dinero para la adquisición de valores****.*
>
> *La Comisión podrá restringir las actividades que lleven a cabo las casas de valores cuando lo considere necesario para proteger los intereses del público inversionista.*"(El resaltado es nuestro)

›r su parte, el artículo 3, del Acuerdo 2-2004, reglamenta el artículo mencionado anteriormente, ıtableciendo lo siguiente:

> ***"Artículo 3 (Actividades y Servicios):***
> *Las Casas de Valores tendrán como objeto exclusivo dedicarse al negocio de Casa de Valores, salvo en el caso de Bancos. En consecuencia, las Casas de Valores podrán recibir y transmitir órdenes por cuenta de terceros, ejecutar dichas órdenes por cuenta de terceros y dar y ejecutar órdenes por cuenta propia.*
> *Junto a tales actividades principales, las Casas de Valores podrán prestar servicios y dedicarse a actividades y negocios incidentales del negocio de Casa de Valores, tales como:*
> *1. La asesoría de inversiones.*
> *2. La gestión discrecional e individualizada de cuentas de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversionistas.*
> *3. La mediación, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de las emisiones y ofertas públicas de ventas.*
> *4. La actuación como suscriptor o colocador de emisiones y ofertas públicas de venta.*
> *5. 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.*
> *6. La administración de carteras o portafolios individuales de inversión.*
> *7. La ejecución de funciones inherentes a agencia de pago, registro y transferencia.*
> *8.* ***El otorgamiento de préstamos de valores y de dinero para la adquisición de Valores****.*

Las Casas de Valores podrán ejercer además otras actividades accesorias como, el 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, las que igualmente deberán ser declaradas en su Plan de Negocios.
La Comisión podrá establecer limitaciones de carácter general a las actividades señaladas en el presente Artículo que lleven a cabo las Casas de Valores cuando lo considere necesario para proteger los intereses del público inversionista, el funcionamiento eficiente del mercado de Valores, o, de modo particular para alguna o algunas Casas de Valores, siempre que ésta considere que los medios personales y técnicos no son los adecuados para el preciso y eficiente desempeño de sus funciones." (El resaltado es nuestro)

al cual se observa, adicional a las funciones principales de Casas de Valores, se lista una serie de tividades y servicios incidentales que puede brindar la casa de valores, entre los que se encuentra en numeral 8 *"El otorgamiento de préstamos de valores y de dinero para la adquisición de valores";* cual es una transcripción de lo dispuesto en el mencionado artículo 27 del Decreto Ley No. 1 de 99.

or lo anterior, las Casas de Valores con licencia otorgada por la CNV, podrán otorgar préstamos de lores y de dinero a sus clientes para la adquisición exclusivamente de valores.

hora bien, hace referencia el solicitante en su escrito al artículo 146 del Decreto Ley No. 1 de 1999, cuanto al crédito en general, artículo que establece lo siguiente:

"Artículo 146: Crédito en general
Cualquier persona podrá otorgar crédito, o pedir prestado, con el fin de adquirir o mantener en cartera valores registrados, con sujeción a las limitaciones, los parámetros y las reglas que de tiempo en tiempo dicte la Comisión mediante acuerdo sobre la materia para proteger los intereses del público inversionista."

cuanto a este aspecto de la consulta, indicamos que a la fecha la Comisión Nacional de Valores no emitido un acuerdo que establezca limitaciones, parámetros y reglas sobre otorgar crédito o pedir estado con el fin de mantener valores registrados. Al no haberse dado tal reglamentación, la ferencia a valores registrados se entenderá en su haber más amplio refiriéndose a aquellos valores ue se encuentren registrados en cualquier regulador del mercado de valores y que para efectos del ecreto Ley 1 de 1999 revistan la categoría de valores. Esto lo indicamos sin perjuicio de las nitaciones, parámetros y reglas que como muy bien indica la norma pueda emitir esta Autoridad en futuro.

o obstante lo anterior, podemos colegir que en el citado Art. 146, el legislador al iniciar la dacción del artículo con "*cualquier persona*" y que adicionalmente optó por limitar la norma a *alores registrados*" se debe a que no necesariamente es competencia de ésta autoridad las tividades de cualquier persona en relación a valores no registrados, a diferencia de las actividades intermediarios como Casas de Valores en las cuales ésta autoridad tiene competencia sobre dichas tividades, sean realizadas con valores registrados o no registrados.

cuanto a la segunda y tercera pregunta que formula el solicitante sobre, *si existe alguna regulación gente que establezca parámetros u otras obligaciones para el otorgamiento de créditos a clientes ue hayan abierto cuentas con la casa de valores, y si existe algún límite de montos para el orgamiento de créditos;* debemos responder a ambas, que la Comisión Nacional de Valores a la cha no ha emitido regulación alguna que establezca parámetros u otras obligaciones para el orgamiento de créditos a clientes, ni límite para los mismos, por lo cual en esta materia son licables las disposiciones del Decreto Ley.

xpresado lo anterior, debemos anotar que si bien es cierto no hay reglamentación que especifique lo estionado, es importante indicar que el otorgamiento de préstamos a clientes debe darse con el idado que implica el mantener los niveles de capital mínimo requerido que exige la norma y a biendas de que dichos préstamos, constituyen un riesgo de crédito de contraparte que asume la Casa ra lo cual debe contar con el patrimonio suficiente que le permita llevar a cabo actividades rmitidas mas riesgosas como es el préstamo de valores, de manera satisfactoria dentro del giro rmal del negocio.

n este orden de ideas, el solicitante debe tener en cuenta que la Comisión esta próxima a emitir una orma de adecuación de capital en la que las Casas de Valores deberán computar el riesgo de crédito contraparte, producto de las operaciones con recursos propios, para el calculo de su adecuación de ıpital.

nalmente el solicitante consulta: *Puede la Casa de Valores garantizar el pago de los créditos orgados a través de la constitución de una prenda sobre los activos financieros que mantiene el iente en su cuenta?*

a prenda sobre derechos bursátiles es una figura contemplada en el Decreto Ley 1 de 1999, en el tículo 194 el cual citamos a continuación:

> ***"Artículo 194: Prenda.***
>
> *Los derechos bursátiles que tenga un tenedor indirecto sobre activos financieros en una cuenta de custodia, así como la propia cuenta de custodia, podrán ser objeto de prenda especial según las disposiciones del presente artículo.*
> *El contrato de prenda deberá constar por escrito, salvo en el caso de la prenda legal a favor del intermediario que se describe a continuación en este artículo. Los derechos o bienes objetos de la prenda deberán estar identificados en el contrato de prenda o deberán ser determinables según parámetros contenidos en éste. Bastará la identificación que se haga por categoría o clase, por cantidad, por medio de fórmula o procedimiento matemático o por cualquier otro método que permita la identificación objetiva de los derechos o los bienes que son objeto de la prenda.*
> *La prenda podrá garantizar obligaciones tanto presentes como futuras, y podrá ser constituida sobre derechos o bienes existentes en el momento de su constitución o que sean adquiridos con posterioridad a ello.*
> *La prenda que se constituya o se perfeccione sobre una cuenta de custodia alcanzará a todos los derechos bursátiles que tenga un tenedor indirecto con respecto a activos financieros en dicha cuenta, pero la que se constituya o perfeccione sobre derechos bursátiles que tenga un tenedor indirecto respecto de ciertos activos financieros específicos no alcanzará a los demás derechos bursátiles que tenga el tenedor indirecto sobre otros activos financieros en dicha cuenta de custodia.*
> *La prenda quedará perfeccionada y será oponible a terceros desde el momento en que el acreedor prendario adquiera poder de dirección sobre los derechos o bienes que son objeto de la prenda. La prenda tendrá fecha cierta desde su perfeccionamiento, sin requerir autenticación notarial.*
> *Si un tenedor indirecto adquiere un derecho bursátil sobre un activo financiero a través de un intermediario, y como resultado de ello, el tenedor indirecto queda obligado a pagar el precio de compra al intermediario, si el intermediario acreditó dicho activo financiero a la cuenta de custodia del tenedor indirecto, queda constituida una prenda legal a favor del intermediario sobre los derechos que adquiera el tenedor indirecto en dicho activo financiero acreditado a su cuenta de custodia con el fin de garantizar el precio de compra. No se requerirá el otorgamiento de un contrato para la constitución de esta prenda legal, y la misma quedará perfeccionada automáticamente y será oponible a terceros desde el momento en que se den los hechos que ocasionen su constitución.*
> *Si concurrieren dos o más créditos con respecto a un mismo activo financiero dado en prenda, todos los acreedores prendarios tendrán igual prelación. No obstante lo anterior, la prenda otorgada por un deudor al intermediario con quien mantenga la cuenta de custodia tendrá prelación sobre la prenda otorgada por dicho deudor a otro acreedor prendario.*
> *El acreedor prendario podrá disponer de los derechos o bienes dados en prenda, según se haya acordado en el contrato de prenda. Si no existe acuerdo entre las partes, el acreedor prendario podrá disponer de los derechos o bienes dados en prenda en el mercado, sin requerirse avalúo."*

al cual se observa, es un derecho real de garantía que puede establecerse sobre derechos bursátiles e ıcluso sobre la propia cuenta de custodia, en cuyo caso alcanza todos los derechos bursátiles ontenidos en dicha cuenta. El artículo prevé el mecanismo de constituirla e incluso una forma tácita renda legal) en que queda constituida simplemente por la convergencia de la situación planteada en párrafo sexto del artículo citado.

uando no se trate de prenda sobre derechos bursátiles que tenga un tenedor indirecto sobre activos nancieros en cuentas de custodia bajo el régimen de tenencia indirecta, será aplicable el Art. 176)bre la Prenda, del Decreto Ley No. de 1999; el cual señala textualmente lo siguiente:

> ***Artículo 176: Prenda***
> *Los valores representados mediante anotaciones en cuenta podrán ser objeto de prenda especial según las disposiciones del presente artículo.*
> *El contrato de prenda deberá constar por escrito. Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta deberán estar identificados en el contrato de prenda o deberán ser determinables según parámetros contenidos en éste. Bastará la identificación que se haga por categoría o clase, por cantidad, por medio de fórmula o procedimiento matemático o por cualquier otro método que permita la identificación objetiva de los derechos o los bienes que son objeto de la prenda.*
> *La prenda podrá garantizar obligaciones tanto presentes como futuras, y podrá ser constituida sobre derechos o bienes existentes en el momento de su constitución o que sean adquiridos con posterioridad a ello.*
> *La prenda quedará perfeccionada y será oponible a terceros desde el momento en que el acreedor prendario adquiera poder de dirección sobre los valores representados mediante anotaciones en cuenta, y el emisor o el representante de éste haga la anotación correspondiente en el registro. La prenda tendrá fecha cierta desde su perfeccionamiento, sin requerir autenticación notarial.*
> *El acreedor prendario podrá disponer de los derechos o bienes dados en prenda, según se haya acordado en el contrato de prenda. Si no existe acuerdo entre las partes, el acreedor prendario podrá disponer de los derechos o bienes dados en prenda en el mercado, sin requerirse avalúo.*

onsideramos importante aclarar la posición emitida por el solicitante en su escrito al respecto de enda sobre activos financieros, el cual señala textualmente:

> *"La cita, así como el anterior razonamiento nos llevan también a afirmar que, en efecto no solo es permitida la prenda sobre activos financieros (incluyendo valores) mantenidos por intermediarios (sic) en una cuenta de custodia a favor de un tenedor indirecto, sino que además se constituye una prenda legal (que no requiere formalidades), no obstante la misma se constituye de forma específica sobre los activos financieros adquiridos en beneficio de dicho tenedor indirecto.*
>
> *Esto también nos permite colegir que en caso de que se precise obtener una prenda sobre otros activos financieros mantenidos en cuenta, para garantizar facilidades crediticias para la adquisición de valores, a fin de cubrir posibles pérdidas de valor de marcado de dichos activos financieros y otros gastos y comisiones de ejecución de la prenda, deberá la misma constar por escrito cumpliendo con las formalidades establecidas en el artículo 194 o bien las establecidas en el artículo 176 del Decreto Ley para el caso de valores representados mediante anotaciones en cuenta, aunque este último caso no es objeto de la presente consulta."*

l solicitante comete un error de interpretación al concluir que puede la Casa de Valores establecer enda sobre activos financieros de acuerdo al Art. 194 del Decreto Ley No. 1 de 1999 ya que es claro ı la redacción que lo que se da en prenda son los derechos bursátiles que tenga un tenedero indirecto)bre activos financieros en cuentas de custodia y por ende no sobre los activos financieros, tal y)mo plantea el solicitante.

n virtud de que el Art. 176 del Decreto Ley No. 1 de 1999 también versa sobre un procedimiento ara la constitución de la prenda, en su caso sobre los valores representados mediante anotaciones en ienta, y considerando que la norma regente claramente señala que los valores y activos financieros) son la misma cosa (ver definiciones de "activos financieros" y "valor" contenidas en el Art. 1 del ecreto Ley No. 1 de 1999) y que esa misma norma no contiene en su articulados disposiciones)sitivas sobre la prenda de activos financieros, no podemos concluir cuales deben ser las aracterísticas y forma para que se constituya una prenda sobre activos financieros.

n embargo debemos mencionar que el Decreto Ley No. 1 de 1999 no parece prohibir la prenda bre activos financieros, o sobre distintos a valores, siempre y cuando se realice de común acuerdo tre el intermediario y el tenedor indirecto, tal y como reza el Art. 186 de la mencionada excerta gal, a continuación:

Artículo 186: Prohibición de gravar activos financieros
Salvo acuerdo en contrario entre el intermediario y el tenedor indirecto, el intermediario no podrá dar en prenda o de otro modo gravar o comprometer los activos financieros que está obligado a mantener con arreglo a lo dispuesto en el artículo 185 anterior.

n ese sentido, somos de la opinión que de constituirse una prensa sobre activos financieros, la misma be seguir las reglas de procedimiento según la legislación comercial que rige dicho activo nanciero, ya sea por motivo de su tipo, clase, ubicación, u otra característica propia del mismo.

isto lo anterior, es permitido bajo los términos establecidos en el artículo 194 al que hemos hecho ferencia, utilizar la prenda sobre derechos bursátiles como un mecanismo para garantizar el réstamo otorgado por la Casa de Valores a un cliente que mantiene cuenta de custodia a fin de mprar determinados valores u otros activos financieros que vayan a ser mantenidos bajo el régimen tenencia indirecta contemplado en el Capitulo III del Titulo XI del Decreto Ley No. 1 de 1999; isma que se mantendrá mientras se produce el pago del préstamo otorgado a dicho cliente. Esta enda puede constituirse formalmente o legalmente según se den los presupuestos que claramente tablece el citado artículo 194.

inalmente, la Comisión Nacional de Valores concluye que las Casas de Valores dentro de sus tividades pueden otorgar préstamos, a clientes, de valores y de dinero con el objeto exclusivo de lquirir valores. Dichos valores deben estar registrados en la Comisión Nacional de Valores o en un gulador del mercado de valores. Estos préstamos pueden ser garantizados con la constitución de una enda al tenor de lo que establece el Decreto Ley 1 de 1999.

ada en la ciudad de Panamá, República de Panamá, a los treinta y uno (31) días del mes de mayo del año dos mil once (2011).

NOTIFIQUESE Y PUBLIQUESE

Alejandro Abood Alfaro
Comisionado Presidente

Julio Javier Justiniani
omisionado Vicepresidente

Juan Manuel Martans S.
Comisionado

COMISION NACIONAL DE VALORES
REPUBLICA DE PANAMA

DM/lpv

A los 6 días del mes de junio
dos mil Once (2011)
a las 12:05 pm notifiqué
al señor (a) Jorge Alexander Olivardía Sucre Arias y Reyes
Que antecede.
El notificado (s).