REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN N°13 - 2016

De 21 de Septiembre de 2016

Tema: ¿Pueden los inversionistas de una sociedad de Inversión Inmobiliaria constituida bajo la figura de una sociedad anónima, que tenga obligación de registrarse ante la Superintendencia del Mercado de Valores, conforme lo establece el Acuerdo No.2-2014 de 6 de agosto de 2014, estar agrupados a través de un Fideicomiso constituido de conformidad con las leyes de la República de Panamá?

Solicitante: Jorge Alexander Olivardía Barría (Sucre, Arias & Reyes)

Explicación del solicitante:

"A manera explicativa respecto a la pregunta realizada y cuya respuesta requerimos como posición administrativa del regulador, el esquema sería el siguiente:

Una sociedad constituida y registrada de conformidad con las leyes de la República de Panamá, que desea registrarse como Sociedad de Inversión Inmobiliaria, cumpliendo con todos los requisitos legales y reglamentarios aplicables, desea que sus inversionistas, sean personas naturales o jurídicas, se encuentren agrupados en un solo vehículo, siendo en este caso un Fideicomiso constituido de conformidad con las leyes de la República de Panamá.

Es decir, los inversionistas tendrían participaciones fiduciarias en un fideicomiso que a su vez es dueño de las cuotas de participación de una sociedad de inversión inmobiliaria."

Criterio del solicitante:

"La presente consulta la hacemos en virtud no solo del contenido del Acuerdo No.2-2014, sino también en su aplicación en concordancia con el Decreto Ejecutivo 199 de 2014.

Específicamente su artículo 122-A, literal d, que expresa que una sociedad de inversión inmobiliaria deberá contar con "un mínimo de cinco inversionistas durante el primer año de constitución, un mínimo de 25 inversionistas durante el segundo año, y un mínimo de 50 inversionistas a partir del tercer año, ya sean personas naturales o jurídicas."

En el caso de la presente consulta consideramos que se cumple con el presupuesto exigido en la norma, dado que efectivamente existirán los inversionistas en las cantidades exigidas, los cuales tendrían plena individualidad, solo que sería dueños de participaciones fiduciarias de un fideicomiso que a su vez sería el único accionista de la sociedad de inversión.

No existen prohibiciones en la norma con relación a este tipo de estructura, por lo que la misma, cumpliendo con todos los requisitos establecidos en el Acuerdo No.2-2014, puede ser registrada."

Posición administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores:

Previo a sentar la posición administrativa, analizaremos las normas aplicables al tema:

1. Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999:

*"**Artículo 49.** Definiciones. Para efectos de este Decreto Ley, los siguientes términos se entenderán así:*
1...
*17. Cuota de participación. Toda acción, valor, certificado de participación o inversión o cualquier otro título o derecho financiero **que refleje un interés partícipe en una sociedad de inversión**.*
...

24. *Emisor registrado. Todo emisor que tenga valores registrados o sociedad de inversión registrada en la Superintendencia.*

...

30. *Institución registrada. Toda casa de valores, bolsa de valores, central de valores, sociedad de inversión o administrador de inversiones que esté registrado en la Superintendencia.*

...

58. *Sociedad de inversión. Persona jurídica, fideicomiso o arreglo contractual que, mediante la expedición y la venta de **sus propias cuotas de participación**, se dedica al negocio de obtener dinero del público inversionista a través de pagos únicos o periódicos, con el objeto de invertir y negociar, directamente o a través de administradores de inversión, en valores, divisas, metales e insumos, bienes inmuebles o cualesquier otros bienes que determine la Superintendencia.*

..."

*"**Artículo 157.** Obligación de registro. Deberán registrarse en la Superintendencia y se considerarán sociedades de inversión registradas las siguientes sociedades de inversión:*

1. *Las que por ofrecer **públicamente** **sus cuotas de participación** en la República de Panamá deban registrarse en la Superintendencia con arreglo a lo establecido en el Título V del presente Decreto Ley.*
2. *Las que sean administradas en la República de Panamá o desde esta, a menos que sean consideradas como sociedades de inversión privada según el Capítulo III de este Título."*

***Artículo 159.** Registro en la Superintendencia. Antes de iniciar operaciones en la República de Panamá, las sociedades de inversión a que se refiere el artículo 157 de este Decreto Ley deberán registrarse en la Superintendencia.*

La forma y el contenido de las solicitudes de registro y de los prospectos y demás materiales publicitarios de las sociedades de inversión serán dictados por la Superintendencia de conformidad con lo dispuesto en los Títulos IV y V de este Decreto Ley. No obstante lo anterior, los prospectos de las sociedades de inversión deberán contener una descripción detallada de los siguientes temas: objetivos y políticas de inversión, niveles de endeudamiento, mecanismo de suscripción (y redención de ser el caso) de cuotas de participación, forma de calcular el valor neto por cuota de participación, comisiones y cargos, política de dividendos y distribuciones, administrador de inversiones y custodio de la sociedad de inversión y cualquiera otra información que dicte la Superintendencia."

2. Acuerdo 02-2014 de 6 de agosto de 2014

*"**Artículo 1 (Ámbito de Aplicación)***
Este acuerdo aplicará a la Sociedad de Inversión Inmobiliaria, tal como se define en el presente Acuerdo, que tenga la obligación de registrarse en la Superintendencia del Mercado de Valores conforme al artículo 157 ("Obligación de Registro") de la Ley del Mercado de Valores."

*"**Artículo 2 (Definiciones)***
Conforme al Artículo 122 ("Definiciones") del Decreto Ejecutivo 170 de 27 de octubre de 1993, tal como ha sido modificado por el Decreto Ejecutivo 98 de 27 de septiembre de 2010 y el Decreto Ejecutivo 199 de 23 de junio de 2014, para los efectos del presente Acuerdo los siguientes términos se entenderán así:

1. *Sociedad de Inversión Inmobiliaria: toda persona jurídica, fideicomiso o arreglo contractual constituidos bajo las leyes de la República de Panamá, que mediante la expedición y venta de **sus cuotas de participación**, se dedique al negocio de obtener dinero de inversionistas, a través de pagos únicos o periódicos, con el objeto de invertir y negociar, ya sea directamente o a través de subsidiarias, en bienes inmuebles, títulos representativos de derechos sobre inmuebles o en el negocio de desarrollo y administración inmobiliaria, en la República de Panamá.*

2. *Negocio de Desarrollo y Administración Inmobiliaria: En relación con una persona jurídica, es la actividad de dedicarse habitualmente, ya sea directamente o a través de subsidiarias, al desarrollo, financiamiento, y/o administración de bienes inmuebles para propósitos residenciales, comerciales o industriales, en la República de Panamá.*

"

*"**Artículo 17 (Carácter supletorio del Acuerdo 5-2004)***
El acuerdo 5-2004 de 23 de julio de 2004, incluyendo sus respectivas modificaciones presentes y futuras, regirá, mutatis mutandis, todo lo que no se encuentre regulado en este Acuerdo, que aplique a la Sociedad de Inversión Inmobiliaria, siempre y cuando no entre en conflicto con alguna de las disposiciones de este Acuerdo. En caso de que exista un conflicto, las disposiciones de este Acuerdo prevalecerán sobre las disposiciones del Acuerdo 5-2004 de 23 de julio de 2004, incluyendo sus respectivas modificaciones presentes y futuras. No obstante lo anterior, no serán aplicables a la Sociedad de Inversión Inmobiliaria los artículos 27 ("Normas generales sobre las inversiones") y 35 ("Endeudamiento y garantías") del Acuerdo 5-2004 de 23 de julio de 2004."

3. Acuerdo No.5-2004 de 23 de julio de 2004

*"**Artículo 10. Obligación de registro.***
Deberán registrarse en la Comisión Nacional de Valores las siguientes Sociedades de Inversión:
1. *Las que ofrezcan **públicamente** **sus cuotas de participación** en la República de Panamá.*

*Se entenderá que existe ofrecimiento público de valores siempre que se den las condiciones establecidas en el Decreto Ley No. 1 de 1999 y sus acuerdos reglamentarios. En cualquier caso se entenderá que hay oferta **pública** cuando la Sociedad de Inversión o su Administrador de Inversiones, u otra entidad por cuenta de una de ellas ofrezcan los valores desarrollando actividades publicitarias en 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, hay 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 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. *Las que sean administradas en la República de Panamá o desde ésta, a menos que sean consideradas como Sociedades de Inversión privadas.*

El negocio de compra y venta de acciones o cuotas de participación de fondos o sociedades de inversión constituidos y administrados en el extranjero se regirá por las reglas especiales que se desarrollan en el Capítulo Octavo del presente Acuerdo."

Responderemos con mayor precisión la situación planteada por el solicitante, en la medida en que delimitemos aspectos puntuales que el mismo ha referido en su criterio.

En orden, vemos que se trata de una sociedad anónima (persona jurídica) constituida de conformidad con las Leyes de la República de Panamá la que se registraría como sociedad de

inversión inmobiliaria ante la Superintendencia y que sus cuotas de participación (acciones) pasarían a ser propiedad exclusiva de un fideicomiso, entendiendo con esto: que existirá la transferencia de la totalidad de dichas acciones a un fiduciario de conformidad con tal acto jurídico, debido a que el solicitante no da mayores detalles sobre esta operación.

Seguidamente, tenemos que no serían las cuotas de participación (acciones) de la sociedad de inversión inmobiliaria registrada ante la Superintendencia las que se expedirían y venderían a los inversionistas, sino, más bien, que estos últimos comprarían las cuotas de participación del referido fideicomiso, es decir: tendrían un interés partícipe sobre este.

Lo anterior se desprende de las siguientes líneas de la información brindada por el solicitante: *(i) "Una sociedad constituida y registrada de conformidad con las leyes de la República de Panamá, que desea registrarse como Sociedad de Inversión Inmobiliaria..."*; *(ii) "...los inversionistas tendrían participaciones fiduciarias en un fideicomiso que a su vez* ***es dueño de las cuotas de participación de*** *una sociedad de inversión inmobiliaria."*; y *(iii) "...existirán los inversionistas en las cantidades exigidas, los cuales tendrían plena individualidad, solo que sería dueños de participaciones fiduciarias de un fideicomiso que a su vez* ***sería el único accionista*** *de la sociedad de inversión."*

Entendido de esta forma el esquema esbozado por el solicitante, consideramos que el mismo no se ajusta a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores por las razones que pasamos a desarrollar.

En primer lugar, partimos con que el artículo 49 (numeral 58) del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 nos habla, con claridad meridiana, que son las cuotas de participación de la propia sociedad de inversión las que esta última ofrece a los inversionistas, cuando define dichas sociedades con lo sucesivo: *"Persona jurídica, fideicomiso o arreglo contractual que, mediante la expedición y la venta de* ***sus propias cuotas de participación****, se dedica al negocio de obtener dinero del público inversionista a través de pagos únicos o periódicos, con el objeto de invertir y negociar, directamente o a través de administradores de inversión, en valores, divisas, metales e insumos, bienes inmuebles o cualesquier otros bienes que determine la Superintendencia."*

Precisamente, es sobre la base de dicha pertenencia que existe hacia las sociedades de inversión en que el numeral 17 de este mismo artículo ha definido cuota de participación, tal como transcribimos a continuación: *"Toda acción, valor, certificado de participación o inversión o cualquier otro título o derecho financiero que* ***refleje un interés partícipe en una sociedad de inversión****."*.

En este aspecto, citamos del libro: *"Tratado de Derecho Bancario y Bursátil, cuarta edición, tomo II"*, del Dr. Jesús de la Fuente Rodríguez, lo siguiente:

> *"Las sociedades de inversión más conocidas como fondos de inversión, son instituciones financieras especializadas, que tienen por objeto la adquisición de valores y documentos seleccionados de acuerdo a un criterio de diversificación de riesgos establecidos previamente. Dichas adquisiciones se realizan con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el pequeño y mediano inversionista, permitiéndole acceder al mercado de valores, contribuyendo con ello al ahorro interno, democratización del capital, y al desarrollo del sistema financiero.*
>
> *En una sociedad como la que nos ocupa, el inversionista es propietario indirecta y parcialmente de los valores que integran la cartera de dicha sociedad, procurando reducir los riesgos de una inversión directa no diversificada de pequeños inversionistas, mediante el diseño y administración profesional de portafolios. En consecuencia, los accionistas comparten todos los riesgos y beneficios que implican los valores adquiridos."*

El artículo 2 (numeral 1) del Acuerdo 02-2014 de 6 de agosto de 2014 reitera la comentada condición para las sociedades de inversión inmobiliaria, al definirlas así: *"toda persona jurídica, fideicomiso o arreglo contractual constituidos bajo las leyes de la República de Panamá, que mediante la expedición y venta de* ***sus cuotas de participación****, se dedique al negocio de obtener dinero de inversionistas, a través de pagos únicos o periódicos,..."*.

Ahora bien, es en el destino del negocio en que se diferencian las sociedades de inversión inmobiliaria del resto de las sociedades de inversión, cuando el artículo citado en el párrafo previo continúa indicando que las mismas tienen como objeto: "*...invertir y negociar, ya sea directamente o a través de subsidiarias, en bienes inmuebles, títulos representativos de derechos sobre inmuebles o en el negocio de desarrollo y administración inmobiliaria, en la República de Panamá.*", donde el negocio de desarrollo y administración inmobiliaria es descrito por el numeral 2 de este mismo artículo con lo sucesivo: *"En relación con una persona jurídica, es la actividad de dedicarse habitualmente, ya sea directamente o a través de subsidiarias, al desarrollo, financiamiento, y/o administración de bienes inmuebles para propósitos residenciales, comerciales o industriales, en la República de Panamá."*

Es así que las sociedades de inversión inmobiliaria son un vehículo o instrumento de inversión colectiva que, a la luz de nuestra legislación, puede cimentarse en una persona jurídica o en actos jurídicos como el fideicomiso o un arreglo contractual, y es a partir del ofrecimiento de las cuotas de participación en el respectivo vehículo legal en que se estructure a través de lo cual obtienen dinero de inversionistas para utilizarlo colectivamente en inversiones en: *(i)* bienes inmuebles, *(ii)* títulos representativos de derechos sobre inmuebles o *(iii)* en el negocio de desarrollo y administración inmobiliaria, en la República de Panamá, debiendo cumplir con el pago a los inversionistas de las ganancias obtenidas por el negocio de la sociedad, que correspondan a estos en proporción a la cuota de participación adquirida y de acuerdo con el mecanismo de distribución establecido.

En todo caso, los artículos 3 (numeral 2) y 9 del Acuerdo 02-2014 de 6 de agosto de 2014 establecen un porcentaje mínimo (80%) que estas sociedades de inversión inmobiliaria registradas ante la Superintendencia deben cumplir en inversiones en los activos referidos en el parágrafo anterior, en la República de Panamá, al igual que otras políticas de inversión propias de este negocio.

En ese orden, se desprende de los artículos 157 (numeral 1) y 159 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, en concordancia con los artículos 10 (numeral 1) y 15 del Acuerdo No.5-2004 de 23 de julio de 2004, aplicables a las sociedades de inversión inmobiliaria por remisión de los artículos 1, 5 y 17 del Acuerdo 02-2014 de 6 de agosto de 2014, que, antes de iniciar operaciones en la República de Panamá, deberán registrase aquellas sociedades de inversión que: *(i)* ofrezcan públicamente sus cuotas de participación en la República de Panamá o *(ii)* sean administradas en la República de Panamá o desde esta, a menos que sean consideradas como sociedades de inversión privada.

Pese a que el solicitante no entra en detalle, vemos que expresa claramente que la sociedad de inversión inmobiliaria en cuestión se registraría ante la Superintendencia cumpliendo los requisitos contemplados en el Acuerdo 02-2014 de 6 de agosto de 2014, lo que permite entender que estamos ante una sociedad de inversión inmobiliaria que ofrecería públicamente sus cuotas de participación en la República de Panamá, la cual estaría edificada sobre una persona jurídica: sociedad anónima (como se ha identificado).

Bajo este esquema, son las acciones de esta sociedad de inversión inmobiliaria las que, como cuotas de participación, reflejan un interés partícipe en la misma y, por lo tanto, deberán ofrecerse por la sociedad de inversión públicamente a los inversionistas, para lo cual es necesario registrar previamente dichos valores y obtener la autorización para su oferta pública por parte de la Superintendencia, atendiendo para tales efectos los requisitos contenidos en el Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 y los mencionados Acuerdos, entre estos: señalar la cantidad de cuotas de participación cuyo registro se solicita para ofrecimiento público y valor de oferta inicial, prospecto informativo, anuncios y material publicitario que se pretende utilizar, etc.

En vista que dicha sociedad anónima es quien, en rigor, cumplirá cada uno de los requisitos precisados en estas normas para registrarse ante la Superintendencia como sociedad de inversión inmobiliaria y colocar públicamente sus cuotas de participación, vemos contradictorio a la naturaleza de este vehículo o instrumento el que sus acciones pasen a ser propiedad exclusiva de un fideicomiso como indica el solicitante, quien tampoco entra en detalle sobre esta operación, y que las cuotas de participación de este fideicomiso sean las que finalmente compren los inversionistas. Al entrar el fideicomiso como dueño directo y único de las cuotas de participación de la sociedad de inversión inmobiliaria se desvirtúa la figura de la oferta pública que se registró.

Esto último llama, aún más, la atención, toda vez que mal podría ofrecerse públicamente las cuotas de participación de este fideicomiso a los inversionistas en la República de Panamá, en vista que es la sociedad anónima, como apunta el solicitante, quien tendría el registro ante la Superintendencia como sociedad de inversión inmobiliaria y no así el citado fideicomiso. En este supuesto, la figura del fideicomiso planteado se constituiría en un solo inversionista a la luz de la normativa vigente que estaría adquiriendo cuotas de participación de la sociedad registrada como sociedad de inversión inmobiliaria ante la Superintendencia, sin importar la cantidad de inversionistas que formen parte del fideicomiso de marras.

Es importante señalar que la estructura esbozada por el solicitante adolece de mayores parámetros que permitan conocer los pormenores de la propuesta que se presentaría ante la Superintendencia para obtención del registro de sociedad de inversión inmobiliaria; sin embargo, resulta claro que, en el evento que el ofrecimiento público a inversionistas en la República de Panamá recaiga en las cuotas de participación de un fideicomiso, es sobre la base de este acto jurídico en que debe solicitarse y cumplirse los requisitos establecidos en la Ley del Mercado de Valores para la obtención del referido registro y autorización de oferta pública.

Si bien el solicitante apuntó hacia el Acuerdo 02-2014 de 6 de agosto de 2014, es de suma importancia que, a futuro, se identifique el artículo dentro de este o cualquier otra norma en la Ley del Mercado de Valores cuya posición administrativa es requerida de parte de la Superintendencia. En sí, esto se desprende del artículo 19 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, cuando preceptúa que: *"...Las opiniones que emita el superintendente se limitarán a expresar la posición administrativa de la Superintendencia en cuanto a la aplicación de una disposición específica de la Ley del Mercado de Valores a un caso en particular..."*, y es por lo que, a la sazón, se emitió la Opinión No.17 de 9 de octubre de 2000.

Finalmente, pese a que el artículo 122-A del Decreto Ejecutivo 199 de 2014 guarda relación con las sociedades de inversión inmobiliaria, no podemos adentrarnos a establecer una posición administrativa sobre este y otras disposiciones que reglamentan normas contenidas del Código Fiscal, que tratan sobre requisitos y condiciones que deben cumplirse para someterse a un régimen fiscal especial, cuyo registro se maneja ante la Dirección General de Ingresos del Ministerio de Economía y Finanzas.

En conclusión: en atención al esquema sugerido por el solicitante, vertimos nuestra posición en el sentido que no es posible que todos los inversionistas de una sociedad de inversión inmobiliaria con registro ante la Superintendencia estén agrupados en un fideicomiso, quien, a la postre, se constituye como único tenedor de las cuotas de participación de dicha sociedad de inversión inmobiliaria.

En todo caso, son las acciones de la sociedad anónima que se registre ante la Superintendencia como sociedad de inversión inmobiliaria las que representan un interés partícipe en esta y, por lo tanto, deberán ofrecerse públicamente por la sociedad de inversión a los inversionistas.

Eventualmente, se pretenda agrupar inversionistas en un fideicomiso, lo que conlleve el ofrecimiento público en la República de Panamá de cuotas de participación en este acto jurídico y en miras a invertir y negociar el dinero obtenido en activos propios del negocio de esta categoría de sociedad de inversión, corresponderá, sobre la base de este fideicomiso, presentarse la solicitud y cumplir con los requisitos establecidos en Ley del Mercado de Valores para la obtención del citado registro y autorización de oferta pública.

Fundamento legal: artículo 14 (numeral 18), 19 y 20 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999.

NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE,

Marelissa Quintero de Stanziola
Superintendente

/aa.