REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN No. 1 - 20
De 23 de noviembre de 2020

Tema: Se ha solicitado a la Superintendencia del Mercado de Valores se sirva emitir formal Opinión Administrativa sobre posibilidad de que una Administradora de Fondos de Pensiones y Jubilaciones, pueda causar que un fondo de pensiones y jubilaciones dé en garantía su patrimonio por un endeudamiento de ese mismo fondo.

El solicitante de la Opinión formula la siguiente interrogante:

> *"¿Si es posible que una Administradora de Fondos de Pensiones y Jubilaciones, en su rol de administrador, puede causar que un fondo de pensiones y jubilaciones dé en garantía su patrimonio por un endeudamiento de ese mismo fondo?"*

Solicitante: **Michelle Oteiza de de la Guardia**
Icaza, González, Ruiz & Alemán

Criterio del Solicitante:

"La ley 67 de 2 de septiembre de 2011, modificó el Decreto Ley 1 de 1999 (Ley de Valores) y también modificó la ley 10 de 1993, por la cual se establecen incentivos para la formación de fondos para jubilados, pensionados y otros beneficios. Las modificaciones a la ley 10 de 16 de abril de 1993, trajo como consecuencia que la Superintendencia de Mercado de Valores de la República de Panamá considerara como derogados tácitamente varios artículos del Acuerdo 11-2005 de 5 de agosto de 2005 sobre Fondos para jubilados, pensionados y otros beneficios y las actividades de Administradoras de Inversión de estos fondos, que desarrolla las disposiciones de la antes citada ley 10 de 16 de abril de 1993.
Esta derogatoria tácita se encuentra contenida en el texto del Acuerdo 11-2005 publicado en el sitio de internet de la Superintendencia del Mercado de Valores mediante notas de pie de página, debajo de cada artículo considerado Derogado tácitamente.
El artículo 37 del Acuerdo 11-2005 es uno de los que se entienden derogados tácitamente por el artículo 107 de la Ley 67 de 2011, que modificó el artículo 8-D de la Ley 10 de 1993, y decía así:

> *Artículo 37. Prohibiciones de Apalancamiento y Préstamos.*
> *Los Fondos de Jubilación y Pensiones no podrán tomar deuda, ni prestar directamente sus recursos.*

El Artículo 107 de la Ley 67 de 2011 adicionó el artículo 8D a la ley 10 de 1993 y en el numeral 4 incluye los criterios de apalancamiento.

Este numeral 4 dice lo siguiente:

> *Criterios de apalancamiento: los fondos de pensiones deben tener una limitación con respecto a las posibilidades de endeudamiento no mayor del treinta por ciento (30%) de la cartera.*

Como vemos se eliminó la prohibición absoluta de que los fondos pudiesen tomar deuda. Ahora bien, en la generalidad de los casos en que se pide prestado, el acreedor requiere de garantías mediante gravámenes ya sea prenda o hipoteca. No obstante, el artículo 6 literal e. último párrafo del Acuerdo 11-2005 dice lo siguiente:

a.
b.
c.
d.

Ed

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

e. *Los acreedores de los Fondos, incluidos los beneficiarios, no podrán hacer efectivos sus créditos sobre los patrimonios de los afiliados, cuya responsabilidad está limitada a sus compromisos de aportación a sus Planes de Pensiones adscritos. El patrimonio del Fondo no responderá por las deudas de la Administradora ni del o los Custodios. La Administradora no podrá constituir ningún tipo de prenda o gravamen sobre el patrimonio de los Fondos. (el subrayado es nuestro)*

Si con este literal debemos entender que no se puede constituir gravámenes sobre los fondos, entonces la inclusión de la posibilidad de endeudamiento (apalancamiento) quedaría casi que, en letra muerta, pues es casi imposible pedir prestado sin dar algún tipo de garantía.

***Nuestra Interpretación**:*

*El literal e. del artículo 6 del Acuerdo 11-2005 se refiere a la prohibición a las administradoras de fondos de pensiones y jubilaciones a dar en **garantía de sus propias obligaciones**, bienes del patrimonio de los fondos y no a que un fondo de pensiones y jubilaciones no pueda endeudarse (obligaciones propias del fondo) y a su vez garantizar el préstamo con el patrimonio de dicho fondo."*

Posición Administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores:

Antes de entrar en el análisis de fondo de nuestra posición, consideramos relevante incorporar la normativa aplicable a la presente consulta:

1. **Numeral 4 del Artículo 8-D de la Ley 10 de 16 de abril de 1993[1]:**

*"**Artículo 8-D.** Se establecen los siguientes límites con respecto a las inversiones que pueden realizar las entidades administradoras de fondos de pensiones y jubilaciones:*
(...)
4. Criterios de apalancamiento: los fondos de pensión deben tener una limitación con respecto a las posibilidades de endeudamiento no mayor del treinta por ciento (30%) de la cartera." (el subrayado es nuestro)

2. **Literal e. del artículo 6 del Acuerdo No.11-2005 de 5 de agosto de 2005:**

*"**Artículo 6. Naturaleza y Principios Básicos de los Fondos de Pensiones***
(...)
*e. Los acreedores de los Fondos, incluidos los beneficiarios, no podrán hacer efectivos sus créditos sobre los patrimonios de los afiliados, cuya responsabilidad está limitada a sus compromisos de aportación a sus Planes de Pensiones adscritos. El patrimonio del Fondo **no responderá por las deudas de la Administradora** ni del o los Custodios. La Administradora no podrá constituir ningún tipo de prenda o gravamen sobre el patrimonio de los Fondos." (el subrayado y **resaltado** es nuestro)*

El artículo 282 de la Constitución Política determina que el ejercicio de las actividades económicas corresponde primordialmente a los particulares; pero el Estado las orientará, dirigirá y reglamentará, según las necesidades sociales, con el fin de acrecentar la riqueza nacional y de asegurar sus beneficios para el mayor número posible de los habitantes del país.

En este sentido, es importante señalar que la Superintendencia del Mercado de Valores de acuerdo con lo establecido en el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores[2] (en adelante "Texto Único"), tiene competencia privativa para regular y supervisar a los participantes del mercado de valores. A su vez, ésta, dentro de sus objetivos a cumplir, mantiene el deber de regular, supervisar y fiscalizar las actividades del mercado de valores que se desarrollen en o desde la República de Panamá, propiciando

[1] Adicionado por el artículo 107 de la Ley 67 de 2011.
[2] Comprende el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 y sus reformas, al igual que el Título II de la Ley 67 de 1 de septiembre de 2011, tal como lo establece el artículo 121 de la Ley 67 de 2011.

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

la seguridad jurídica de todos los participantes del mercado, con especial protección de los derechos de los inversionistas.

En atención a lo anterior, de acuerdo con lo establecido en el artículo 4 de la Ley 10 de 16 de abril de 1993, tal como fuera modificada por la Ley 67 de 1 de septiembre de 2011, la Superintendencia del Mercado de Valores, será la encargada de regular y fiscalizar los planes o fondos para pagar jubilaciones, pensiones y otros beneficios similares a los empleados del contribuyente o en beneficio propio del contribuyente.

Ahora bien, luego de haber dado una pequeña introducción referente a la potestad que goza la Superintendencia para regular, supervisar y fiscalizar a las Administradoras de Fondos de Pensiones y Jubilaciones, debemos adentrarnos a la consulta planteada por el solicitante referente a:

¿Si es posible que una Administradora de Fondos de Pensiones y Jubilaciones, en su rol de administrador, puede causar que un fondo de pensiones y jubilaciones dé en garantía su patrimonio por un endeudamiento de ese mismo fondo?

En primer lugar, es importante analizar las normas legales aplicables, de acuerdo a la vigencia de las mismas en el tiempo, en vista de las modificaciones realizadas. En este sentido tenemos que mediante la Ley 10 de 16 de abril de 1993, se establecen incentivos para la formación de fondos para jubilados, pensionados, pensiones y otros beneficios y mediante el Acuerdo 11-2005 de 5 de agosto de 2005, la antigua Comisión Nacional de Valores (actual Superintendencia), desarrolló las disposiciones de la Ley 10 de 1993, incorporando adicionalmente las actividades de los Administradores de Inversión de estos Fondos.

De esta manera, el Capítulo Segundo del Acuerdo 11-2005, titulado De los Fondos de Jubilación y Pensiones, establece el literal e., del artículo 6, sobre la Naturaleza y Principios Básicos de los Fondos de Pensiones, que: "*Los acreedores de los Fondos, incluidos los beneficiarios, no podrán hacer efectivos sus créditos sobre los patrimonios de los afiliados, cuya responsabilidad está limitada a sus compromisos de aportación a sus Planes de Pensiones adscritos.* ***El patrimonio del Fondo no responderá por las deudas de la Administradora ni del o los Custodios. La Administradora no podrá constituir ningún tipo de prenda o gravamen sobre el patrimonio de los Fondos.***

Por su parte, si observamos las disposiciones legales contenidas inicialmente en la Ley 10 de 1993, así como en el Acuerdo 11-2005, existía una prohibición taxativa de apalancamiento y préstamos para estos fondos, tal como se observa en el artículo 37 del citado Acuerdo.

> ***Artículo 37. Prohibición de Apalancamiento y Préstamos***
>
> *Los Fondos de Jubilación y Pensiones no podrán tomar deuda, ni prestar directamente sus recursos.*

De lo anterior, podemos concluir que las normas vigentes inicialmente sobre Fondos de Pensiones y Jubilaciones:

1. No permitían que el patrimonio del Fondo administrado por las entidades Administradoras de Fondos de Pensiones y Jubilaciones, respondieran por deudas de éstas últimas, ni por deudas de los Custodios, para lo cual la Administradora no podía constituir ningún tipo de prenda o gravamen sobre el patrimonio de los Fondos, y

2. No permitía que los propios Fondos tomaran deudas, ni podían prestar directamente sus recursos bajo ninguna circunstancia.

Ahora bien, con el avance normativo de la figura de los fondos de pensiones y jubilaciones, tenemos que mediante la modificación legal realizada por la Ley 67 de 1 de septiembre de 2011, específicamente en su artículo 107, el cual adiciona el artículo 8-D a la Ley 10 de 16 de abril de 1993, observamos que el numeral 4 del citado artículo, incorpora en la legislación, la posibilidad de apalancamiento de los Fondos constituidos bajo el amparo de esta Ley, no obstante, la norma con el fin de propiciar la seguridad jurídica de los inversionistas, estableció un límite a las entidades Administradoras de Fondos

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

de Pensiones y Jubilaciones, con respecto al porcentaje permitido de endeudamiento para los mismos, el cual será **de hasta el 30% de la cartera del Fondo**, lo cual es un cambio importante en la norma, ya que antes del año 2011, la legislación prohibía el apalancamiento de estos Fondos, de acuerdo con lo establecido en el Artículo 37 del Acuerdo 11-2005, el cual era enfático al establecer que los Fondos de Jubilación y Pensiones no podrían tomar deuda, ni prestar directamente sus recursos. De manera tal que, se prohibía así, la posibilidad de que dichos Fondos pudieran utilizar la fórmula del endeudamiento a fin de obtener beneficios para el propio Fondo.

En este sentido, la adición del artículo 8-D a la Ley 10 de 16 de abril de 1993, específicamente su numeral 4, trae consigo, la eliminación de la prohibición total de apalancamiento y préstamos que se exigía a través del artículo 37 del Acuerdo 11-2005 de 5 de agosto de 2005, mediante **la derogación tácita** de las disposiciones contenidas en este artículo, el cual establecía que los Fondos de Jubilación y Pensiones (gestionados a través de su Administradora) no podrían tomar deuda ni prestar directamente sus recursos, abriéndose así dentro de la normativa aplicable, esa nueva ventana de posibilidad de apalancamiento de hasta el 30% de la cartera del fondo.

Por otro lado, adicional a la permisión del endeudamiento de los Fondos de pensiones hasta el límite antes indicado, a través del literal e. del artículo 6 del acuerdo 11-2005 (que no ha sufrido modificación en el tiempo), se plasma una separación entre la figura del "Administrador de Fondos de Pensiones y Jubilaciones" y la figura del "Fondo" propiamente, al establecer que:

1. **El patrimonio del Fondo, no podrá responder por deudas de la Administradora ni del o los custodios.**
   Lo anterior, hace referencia a que en efecto, la Administradora o los custodios no podrán utilizar el Fondo para responder por deudas propias.

   La norma es clara y se entiende que el patrimonio de la Administradora se constituye como patrimonio distinto y separado al patrimonio del Fondo, por lo cual, la Administradora deberá responder a cada una de las obligaciones que se generen producto de las deudas adquiridas.

   Siendo así, que el patrimonio del Fondo, no responderá por las deudas de la Administradora ni de los custodios.

2. **La Administradora no podrá constituir ningún tipo de prenda o gravamen sobre el patrimonio de los Fondos.**
   Es importante tener en cuenta que, cuando la norma se refiere a prenda o gravamen sobre el patrimonio de los Fondos, lo hace siguiendo la misma línea del punto 1 anterior, es decir que la Administradora, de requerir la constitución de una prenda o gravamen en búsqueda de beneficios para su patrimonio, ésta deberá requerirla a título propio y no a título del Fondo, respetando así la separación de los patrimonios que establece el presente artículo.

Por lo anterior, consideramos oportuno antes de continuar, definir qué se entiende por "Administradora de Inversiones de Fondos de Jubilación y Pensiones" y qué se entiende por "Fondo de jubilación y pensiones", de acuerdo con lo establecido en el artículo 1 del Acuerdo No.11-2005 de 5 de agosto de 2005, entendiéndose así por

- **Administradora de Inversiones de Fondos de Jubilación y Pensiones:** Sociedad cuyo objeto es la administración y gestión de Fondos de Pensiones y Jubilación, Fondos de Cesantía y Fondos del Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos, en los términos regulados en el numeral 1 del artículo 10 del Acuerdo No.11-2005 de 5 de agosto de 2005, y que suscribe el contrato de Plan de Pensiones con los afiliados.

- **Fondo de jubilación y pensiones:** Patrimonio creado al 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 la propia Administradora, y con la intervención de uno o más Custodios, en las condiciones y con los requisitos establecidos en el Acuerdo No.11-2005 de 5 de agosto de 2005.

A su vez, y con el fin de un mejor entendimiento de la normativa que se explica, consideramos oportuno

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

definir los siguientes términos:

1. Prenda:
   El Código Civil de la República de Panamá en sus Artículos 1548, 1549 y 1550, señala que:
   - La prenda, debe constituirse para asegurar el cumplimiento de una obligación principal.
   - La cosa pignorada debe pertenecer en propiedad al que la empeña.
   - Las personas que constituyan la prenda, deben tener la libre disposición de sus bienes o, en caso de no tenerla, se hallen legalmente autorizados al efecto.
   - Vencida la obligación principal, puedan ser enajenadas las cosas en que consiste la prenda para pagar al acreedor.
   - El acreedor no podrá apropiarse las cosas dadas en prenda, ni disponer de ellas.

2. Gravamen:
   La Real Academia de la lengua española, define gravamen como: Carga impuesta sobre un inmueble o sobre un caudal.

3. Patrimonio:
   La Real Academia de la lengua española, define patrimonio como: Conjunto de los bienes y derechos propios adquiridos por cualquier título.

En seguimiento a las definiciones antes citadas y considerando lo dispuesto en el literal e. del artículo 6 del Acuerdo No.11-2005 de 5 de agosto de 2005, específicamente lo referente a la imposibilidad de la Administradora de constituir prenda o gravamen sobre el patrimonio de los Fondos, entiéndase, prendas o gravámenes a favor de la Administradora, que como bien se define en los párrafos anteriores, la cosa pignorada según el Código Civil, debe pertenecer en propiedad al que la empeña. En este caso, la Administradora no es propietaria del Fondo, por lo que estaría imposibilitada en constituirlas, ya que no tiene la libre disposición de los bienes, ni se encuentra legalmente autorizada para disponer de ellos.

En este sentido y luego de identificar la naturaleza y principios básicos de los Fondos de Pensiones, de acuerdo con lo dispuesto en (i) el numeral 4 del artículo 8-D de la Ley 10 del 16 de abril de 1993, y en (ii) el literal e. del artículo 6 del Acuerdo 11-2005 de 5 de agosto de 2005, entendemos de acuerdo a la normativa legal vigente, que tanto la Administradora como el Fondo, podrán adquirir indistintamente (respetando la debida separación de los patrimonios y teniendo presente que el patrimonio del fondo no podrá constituir garantía de las obligaciones que adquiera la Administradora a título propio) algún tipo de endeudamiento, como un préstamo, con el propósito de adquirir beneficios a su favor.

Expuesto lo anterior, vemos oportuno hacer referencia a lo estipulado en la legislación española, mediante el Real Decreto 304/2004 de 20 de febrero de 2004, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones, en su Texto Consolidado (última modificación:07 de agosto de 2020) emitido por el Ministerio de Economía y Finanzas, que establece en su artículo 73 lo siguiente:

> *"Artículo 73. Liquidez de los fondos de pensiones.*
>
> ...
>
> *2. Los fondos de pensiones no podrán contraer préstamos o hacer de garantes por cuenta de terceros. No obstante, podrán contraer deudas de manera excepcional y transitoria, con el único objeto de obtener liquidez para el pago de las prestaciones, previa comunicación a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y en los términos a que se hace referencia en el apartado anterior."*

En este sentido, se observa que la legislación española, al igual que la legislación panameña, no permite que los fondos de pensiones den en garantía su patrimonio para hacer frente al endeudamiento de un tercero. No obstante, la legislación española, permite que el Fondo de pensión, contraiga deudas (en este caso, de manera excepcional y transitoria) con el único objeto de obtener liquidez para el pago de prestaciones. Para que se haga efectivo lo anterior, a diferencia de la legislación panameña que no incorpora consideraciones adicionales o limitantes sobre el apalancamiento (regulando únicamente la permisión del endeudamiento hasta un máximo del 30% de la cartera del fondo); la legislación española, exige una previa comunicación al regulador y bajo los términos que hace referencia la norma, a fin de

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

que se pueda contraer deudas de manera excepcional y transitoria.

Por lo anterior y luego del análisis realizado, concluimos señalando que el literal e. del artículo 6 del Acuerdo No.11-2005 de 5 de agosto de 2005, expresa que la Administradora de Fondos de Pensiones y Jubilaciones, no puede utilizar el Fondo para garantizar deudas propias de la Administradora ni de su Custodio y que mediante la modificación legal realizada por la Ley 67 de 2011, la cual adiciona el artículo 8-D a la Ley 10 de 16 de abril de 1993, se introduce a la legislación la posibilidad de que el Fondo pueda apalancarse, de manera tal que, le será permitido el endeudamiento, pero hasta un máximo del 30% de la cartera del Fondo. En este sentido estas deudas deben ser sustentadas en la necesidad del manejo propio del Fondo y con fines de la búsqueda de mejor beneficio tanto para el Fondo como para sus beneficiarios, recordando en todo momento que las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, deben actuar en interés de los Fondos que administren.

Fundamento legal: Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, Ley 10 de 16 de abril de 1993, Acuerdo No.11-2005 de 5 de agosto de 2005.

NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE.

Julio Javier Justiniani
Superintendente

/agl