REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN No. 6 - 21
De 22 de Septiembre de 2021

Tema: Se ha solicitado a la Superintendencia del Mercado de Valores exponer su criterio jurídico en cuanto la segregación de derechos, obligaciones y responsabilidades entre distintos sub-portafolios de inversión, cada uno representado por una clase o serie de acciones (o cuotas de participación) y en la que la sociedad de inversión paraguas es, a su vez, una sociedad anónima.

El solicitante de la Opinión formula la siguiente interrogante:

> *"1. Fundamento jurídico para la existencia y operación de las sociedades de inversión paraguas, en independencia de un sub-portafolio con los demás sub-portafolios.*
>
> *2. Existencia de responsabilidad cruzada entre un sub-portafolio de inversión y otro sub-portafolio de inversión, representado cada uno por distintas clases de acciones con sus respectivos derechos y obligaciones, más formando parte de la misma sociedad de inversión paraguas.*
>
> *3. Si un Inversionista del Fondo IWPF, que invierte en el Sub Fondo de las Acciones clase "A", se debe presentar a un proceso legal por el cual son afectadas sus inversiones, este proceso afectaría a los otros Sub Fondos, entendiéndose que los otros Sub Fondos no guardan ninguna relación con el afectado."*

Solicitante: **Patricia Boyd Z.**
Ejecutivo Principal – Gerente
International Wealth Protection Fund Limited Inc. (IWPFL)

Criterio del Solicitante:

"De manera previa al sustento de nuestro criterio, que tiene como fin sine qua non el ampliar las consultas esbozadas por la Licenciada Patricia Boyd, detallamos las siguientes excertas jurídicas analizadas para sustento de nuestra opinión:
1.- Texto Único del Decreto Ley No. 1 de 1999 (en adelante el "Texto Único");
2.- Texto Único del Acuerdo No. 5 -2004 (en adelante el "Acuerdo No. 5-04");
3.- Texto Único del Acuerdo No. 2-2010 (en adelante el "Acuerdo No. 2-10");
4.- Opinión No. 10-12 de 29 de junio de 2012 (en adelante la "Opinión No. 12");
5.- Opinión No. 10-15 de 13 de octubre de 2015 (en adelante la "Opinión No. 10");
6.- Ley de Sociedades Anónimas (Ley No. 32 de 1927, y en adelante la "Ley 32")
7.- Código Civil de la República de Panamá;
8.- Código de Comercio de la República de Panamá; y
9.- Fallos emitidos por la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá.

I. Sociedades de Inversión: Generalidades de Conformidad a la Ley de Valores de Panamá.

El Texto Único de la Ley del Mercado de Valores define, en su Artículo No. 49, qué es una sociedad de inversión en los siguientes términos:
"Toda sociedad anónima, 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, 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."
El Texto Único, así como el Acuerdo No. 5-2004, clasifican las sociedades de inversión de conformidad los parámetros que pasamos a detallar:
a) Según su Opción de Redención:

a. Sociedad de Inversión Abierta: "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

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV
ED

cargos y los gastos descritos en el prospecto. Estas sociedades de inversión podrán emitir una cantidad variable de cuotas de participación (...)"

b. 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 en los términos previstos en el Decreto Ley 1 de 1999 o que solo permitan la redención en circunstancias extraordinarias según lo establezcan este Decreto Ley y sus reglamentos."

b) Según el Riesgo: El Texto Único reconoce, regula y supervisa distintas categorías de sociedades de inversión en atención al tipo de riesgo asociado con:

a. Objetivos y políticas de inversión;
b. Tipos de carteras y bienes;
c. Niveles de endeudamiento o de liquidez;

u otros parámetros que el regulador, es decir la Superintendencia del Mercado de la Valores de la República de Panamá (en adelante también podrá denominarse la "SMV") estime apropiados.

c) Según Estructuras Permitidas: El Artículo No. 154 del Texto Único estipula que podrán registrarse en la SMV sociedades de inversión, bajo las siguientes estructuras ("estructuras permitidas"):

a. Sociedades de Inversión Simple, siendo aquellas que cuentan con un solo tipo de cuotas de participación y una sola cartera o portafolio de inversiones.
b. Sociedades de Inversión Paraguas, siendo aquellas con múltiples series de cuotas de participación que cada una de dichas series represente un interés en una cartera o sub-portafolio de inversión distinto.
c. Sociedad de Inversión con Múltiples Clases, sociedades de inversión 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.
d. Fondo Principal Alimentado por otros Fondos, aquellas sociedades de inversión que a su vez inviertan exclusivamente en otra sociedad de inversión o en otras sociedades de inversión (fondo de fondos).
e. Y cualquiera otra estructura que la SMV no haya prohibido.

Operativamente, una sociedad de inversión recibe los aportes tanto de las personas naturales como jurídicas. Aquellas personas que participan de una Sociedad de Inversión compran lo que se denomina una cuota de participación, o mejor conocido como "acciones" adquiriendo así la condición de dueño (acreedor) de una parte del patrimonio de la Sociedad de Inversión. Estos dineros o aportes entregados son invertidos en el mercado de valores. Las Inversiones realizadas por la Sociedad de Inversión pueden ser de forma directa o a través de un Administrador de Inversiones. Pasamos, con vuestra anuencia, a detallar otros aspectos de importancia aplicables por ministerio de ley a una sociedad de inversión abierta, registrada y estructurada como "paraguas".

Los sub-portafolios de inversión dentro de una sociedad de inversión paraguas, a la luz de lo indicado en el Artículo No. 154 del Texto Único, no son más que carteras de inversiones que pertenecen a una sociedad de inversión, pero no pueden considerarse sociedades de inversión per se, y como tal no tienen personería jurídica ni fueron objeto de registro como una sociedad de inversión independiente.

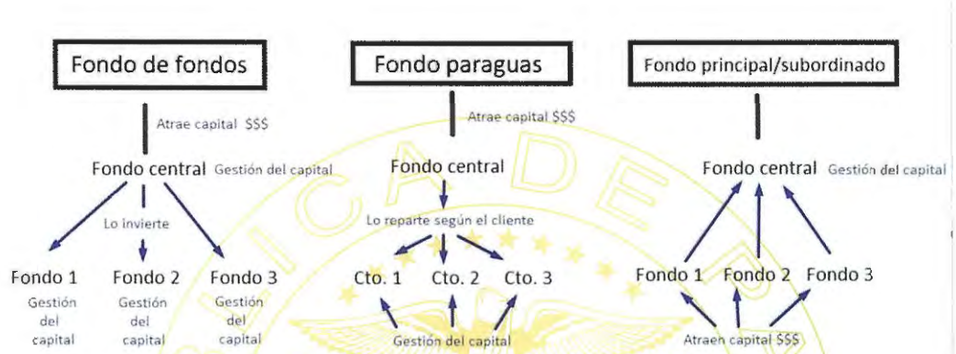
Debe entenderse que los sub-portafolios son independientes en cuanto a las inversiones en activos subyacentes que invierten porque representan intereses de inversión diferenciados; no obstante, los mismos no existen sin la sociedad de inversión que es la sociedad de inversión registrada y la cual debe cumplir con cada uno de los requisitos establecidos en el Texto Único, reglamentados mediante el Texto Único del Acuerdo No. 5-2004.

Obsérvese que las sociedades de inversión paraguas adoptan la forma de una única sociedad de inversión, con la especial característica de que -a su vez- se divide en varios sub portafolios o carteras de inversión, cada uno un "compartimento" que puede variar de los otros en cuanto a su política y objetivo de inversión, política de riesgo, comisiones, valor liquidatorio propio, cartera de inversión diferenciada, entre otras e, incluso, una denominación de fantasía distinta a la sociedad de inversión de la cual forma parte.

Lo anterior, tiene varias implicaciones. Por ejemplo, se puede disolver uno de los

ED DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

sub-portafolios o compartimentos sin afectar a la sociedad de inversión, como un todo. Es decir, si la sociedad de inversión paraguas registrada tuviese tres (3) sub-portafolios, y uno de ellos es liquidado, los restante sub- portafolios no desaparecen ni se ven afectado por ellos.
En cuanto a la responsabilidad que es el punto o consulta básica de nuestra solicitud, la Ley de Valores hace una limitación de responsabilidad expresa en cuanto a que el pacto social de una sociedad de inversión registrada, así como los contratos celebrados por ésta con sus administradores de inversión, sus asesores de inversión, sus custodios u oferentes no podrán contener disposiciones que limiten la responsabilidad de dichas personas ante la sociedad de inversión registrada por negligencia en el cumplimiento de sus obligaciones. Esta obligación la encontramos tanto en el Texto Único, en su Artículo No. 172, como en el Texto Único del Acuerdo 5-2004 en su Artículo 9.
A manera de ilustración, presentamos una gráfica o cuadro comparativo entre la estructura de un "Fondo de Fondos", un "Fondo Paraguas" (es decir, sociedad de inversión paraguas), y un "Fondo Principal / Subordinado", y cómo opera en la práctica estos tres (3) tipos de sociedad de inversión que suelen ser confundidos uno con otro. Veamos:



Los sub-portafolios que componen una sociedad de inversión paraguas deben estar debidamente segregados de conformidad a la Ley del Mercado de Valores de la República de Panamá, y por tanto se colige que los activos subyacentes de un sub-portafolio no están disponibles para satisfacer los pasivos de otros sub-portafolios. Sin embargo, es meritorio recordar que en el caso que la sociedad de inversión paraguas haya adoptado la estructura de una sociedad anónima, ***siendo cada sub portafolio representado por una Serie o Clase de Acción distinta, es una sociedad o persona jurídica única que puede operar o poseer activos en su nombre, o estar sujeta a reclamaciones en otras jurisdicciones que no reconozcan dicha interpretación*** *y, a la fecha de redacción de esta opinión legal, no tenemos conocimientos que hayan sido sometidas a interpretación de tribunales extranjeros.*

Los sub-portafolios de este tipo de sociedad de inversión son segregados tal y como se desprende de la Ley de Valores, y, en concordancia, el activo subyacente de un sub portafolio es propiedad únicamente de ese sub – portafolio, por lo que es de esencia que conste en los registros contables cuál activo subyacente corresponde a qué sub- portafolio, al igual que es de importancia, mantener un claro registro de los tenedores de las distintas clases de acciones de la sociedad de inversión paraguas sustentado, y actualizado en todo momento. En este orden de ideas, el activo subyacente de un sub-portafolio no debe ser utilizado o puesto a disposición (de forma directa o indirecta) para responder a las reclamaciones en contra de, cualesquiera otras personas o entidades, incluyendo la sociedad de inversión paraguas (como una persona jurídica per se) u otro sub-portafolio de estas.

No obstante, la generalidad de lo anterior resulta de gran importancia señalar que un accionista no es responsable de efectuar ningún otro pago a favor de la sociedad de inversión paraguas, una vez haya pagado el valor de suscripción de las acciones. Nótese, también, que los accionistas de una sociedad anónima sólo son responsables hasta el monto de sus aportes, salvo probada negligencia, fraude o dolo.
Es por ello qué antes de analizar la responsabilidad desde el punto de vista de la Ley No. 32 de 1927, así como desde el Código de Comercio, Código Penal y otras excertas jurídicas de la República de Panamá, nos permitimos incluir un breve resumen de derecho comparado en jurisdicciones donde la figura de una sociedad

de inversión paraguas está ampliamente regulada.

II. Derecho Comparado.

En Reino Unido, una sociedad de inversión paraguas está compuesto por sub-portafolios de activos, y estos activos sólo pueden ser usados para responder a la responsabilidad, o reclamaciones en contra de, dicho sub-portafolio. Pese a que las regulaciones de sociedades de inversión abiertas paraguas otorga una clara segregación entre los activos mantenidos entre los diferentes sub- portafolios de la sociedad de inversión, el concepto de "responsabilidad segregada" es relativamente nuevo. De igual forma que la regulación panameña en cuanto a limitación de responsabilidades, derechos y obligaciones entre distintos sub- portafolios se refiere, el concepto de responsabilidad segregada no ha sido dirimido ante tribunales extranjeros al de Reino Unido.

Francia y Luxemburgo, dos (2) de las jurisdicciones en las cuales las sociedades de inversión paraguas cuentan con mayor hegemonía en el mercado de valores de la Unión Europea como un todo, reconocen el principio de "responsabilidad segregada" en cuanto a sub- portafolios se refiere.

En el caso de Irlanda la legislación provee no sólo los mecanismos con los que cuenta una sociedad de inversión paraguas para beneficiarse de la "responsabilidad segregada", sino también provee los mecanismos para proteger a los acreedores. Las responsabilidades de un sub-portafolio son única y exclusivamente respaldada con los activos subyacentes del respectivo sub- portafolio de inversión.

III. Responsabilidad de los Accionistas y Directores de una Sociedad de Inversión Paraguas, bajo la Ley 32 de 1927

Cuando es la sociedad de inversión registrada constituida como una sociedad anónima de acuerdo con los artículos de la Ley No. 32 de 1927, como ha sido enmendada de tiempo en tiempo, y en cuanto a responsabilidad se refiere, la Ley 32 de 1927 es, a nuestro juicio, también aplicable.

Iniciemos este análisis con Sección Tercera "De las Acciones y del Capital", de la Ley 32:

"Artículo 20. La sociedad tendrá facultad para crear y emitir una o más clases de acciones, con las designaciones, preferencias, privilegios, facultad de voto, restricciones o requisitos y otros derechos que su pacto social determine, y con sujeción a los derechos de redención que se haya reservado la sociedad en el pacto social.
El pacto social podrá disponer que las acciones de una clase sean convertibles en acciones de otra u otras clases."

"Artículo 23: Todas las acciones de una clase, ya sea con valor nominal o sin valor nominal, será iguales a las acciones de esta misma clase, con sujeción, no obstante, a las designaciones, preferencias, privilegios, facultad de voto, restricciones o requisitos conferidos o impuestos con respecto a cualquier clase de acciones."

Observemos que la atribución de derechos diversos se reconoce para las acciones de una sociedad anónima, y la ley es clara cuando establece que las acciones que tengan el mismo contenido de derechos constituyen una misma clase, término acogido en la legislación panameña y que es similar al de otras legislaciones, como por ejemplo la Española.

Es en el marco de la sociedad anónima donde se ha elaborado la noción de "clase de acciones" e incluso "serie de acciones", y que ha sido extrapolado a la legislación del mercado de valores. Pues bien, en el seno de una sociedad anónima se entiende que hay una clase de acciones cuando todas ellas atribuyen los mismos derechos que son, además, diferentes a los conferidos por otras acciones agrupadas, a su vez, en clases distintas.

Vemos, entonces, que las características que deben concurrir para que pueda hablarse de "clase de acciones" son (i) que se trate de una diversidad de derechos

atribuidos por acciones, es decir, de derechos derivados de la condición de socio, (ii) de los que las acciones son expresión. Se trata de una igualdad objetiva y no subjetiva. El principio de igualdad de derechos recae sobre la acción y no sobre el accionista. En otras palabras, el concepto de "igualdad de los socios" (con relación a la clase de acciones de la cual es propietario) no es más que una traducción de la situación jurídica a la que corresponde.

El Artículo 39 de la citada Ley expresa lo siguiente:

> *"Artículo 39. Los accionistas sólo son responsables con respecto a los acreedores de la compañía hasta la cantidad que adeuden a cuenta de sus acciones; pero no podrá entablarse demanda contra ningún accionista por deuda de la compañía hasta que se haya dictado sentencia contra ésta cuyo importe total no se hubiere cobrado después de ejecución contra los bienes sociales."*

En cuanto a la responsabilidad que conlleva el ejercicio del cargo de Director de una sociedad anónima, observamos que el Artículo 64 de la ya citada Ley 32 de 1927 establece que los directores responden ante los acreedores de la sociedad, en los siguientes casos:

> *• Cuando se declara o se paga cualquier dividendo o distribución del activo de tal manera que reduzca el valor de los bienes de la compañía a menos de la cantidad de su pasivo, incluyendo en este el capital social.*
> *• Cuando se reduce indebidamente el monto del capital social.*
> *• Cuando se da alguna declaración o se rinde algún informe falso en algún punto sustancial, con conocimiento de que con ello se afecta el capital social o de que la declaración o el informe son falsos.*

Continuamos con el Artículo 86 mediante el cual se establece que en el evento de disolución de una sociedad anónima, bien sea por terminación de la vigencia de esta según disposición del propio pacto social, cuando este haya estipulado un plazo de vigencia de la sociedad o fecha de terminación, corresponde a los directores actuar como fiduciarios de la sociedad, con capacidad para arreglar sus asuntos, cobrar sus créditos, vender y traspasar sus bienes de toda clase, y dividir los bienes sociales entre los accionistas una vez pagadas las deudas de la sociedad.

Seguidamente, el Artículo 87 establece que en los casos señalados en el Artículo 86, los directores son responsables de manera conjunta e individual por las deudas de la sociedad, pero solo hasta el importe de los bienes y fondos cuya tenencia y manejo hubieren adquirido.

Por su parte el Artículo 444 del Código de Comercio estipula de manera clara la responsabilidad de los directores de una sociedad siendo ésta la "regla general", e incluye las excepciones a la misma.
Veamos:

> *"Artículo 444. Los directores no contraerán responsabilidad personal por las obligaciones de la sociedad, pero responderán personal o solidariamente, según el caso, 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. Quedan exentos de responsabilidad los directores que hubieren protestado en tiempo hábil contra la resolución de la mayoría o los que no hubieren asistido con causa justificada. La responsabilidad sólo podrá ser exigida en virtud de un acuerdo de la asamblea general de accionistas."*

Observamos, entonces, que la regla general es que los directores no responden por las deudas de la sociedad. Sin embargo, los directores pueden ser responsables ante los accionistas como un todo, por lo siguiente:

- *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*

ED

• 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 de accionistas.

Este artículo, en nuestra opinión, guarda gran importancia al tema consultado ya que reitera, una vez más, la importancia del buen manejo contable y desempeño del mandato recibido a una sociedad de inversión auto administrada.

Aplicando esta norma a la operatividad de una sociedad de inversión paraguas es de esencia que (i) el registro contable sea llevado al día y de forma organizada en tiempo real; (ii) el registro de los suscriptores, por clase de acciones, sea muestra fehaciente de los inversionistas o propietarios efectivos de la sociedad de inversión; y (iii) se cumpla, en calidad de mandato, las políticas y objetivos de inversión plasmadas en el prospecto informativo definitivo, y cada uno de los Suplementos al mismo, de conformidad a la autorización dada por la SMV.

Si la sociedad de inversión paraguas es, a la vez, una sociedad de inversión auto administrada, como dicho término viene dado por la Ley de Valores debe considerarse que si se incumplen por su parte estos deberes, y ello provoca un daño directo a la sociedad de inversión, a los socios o a terceros, puede derivarse responsabilidad contra los mismos. Se trata de una responsabilidad de naturaleza civil, distinta de la responsabilidad administrativa, fiscal, penal o de cualquier otra índole en la que pudieran incurrir por su actuación al frente de la sociedad.

IV. Conclusiones.
1. ***Si bien el principio de "segregación de responsabilidades" entre los sub-portafolios de una sociedad de inversión paraguas, no está expresamente contenida en la Ley de Valores,*** *es nuestra opinión que el espíritu de la ley es claro, no sólo en la división de los derechos adscritos a cada clase de acciones que representa determinado sub-portafolio de inversión, sino a la responsabilidad de un sub-portafolio a otro.*
2. A manera de ejemplo, planteamos el escenario hipotético en el cual una sociedad de inversión, por ejemplo, mantiene un apalancamiento con una casa de valores y la sociedad de inversión no pueda responder al mismo, nada obsta para que la casa de valores reclame a la sociedad de inversión en su totalidad, siendo esta la persona jurídica que contrató los servicios de la casa de valores. En situaciones como éstas, y de llegarse a una reclamación vía judicial, puede darse el caso en que se dicte una medida cautelar contra la sociedad de inversión, invirtiéndose -por ende- la carga de la prueba para limitar la responsabilidad de los sub-portafolios.

Conocemos que la SMV no puede sentar su posición o esbozar un criterio en cuanto al procedimiento que debe seguir o seguirá un tribunal competente para conocer de este tipo de causas, pues se escapa de sus atribuciones legales y reglamentarias.

3. La admisión de clases de acciones supone la modificación del carácter absoluto del principio de igualdad de derechos. La igualdad se convierte en un principio de naturaleza relativa. En la sociedad anónima, entre una igualdad absoluta, que parece excesiva, y un tratamiento diverso a cada socio, que iría en contradicción con la naturaleza propia de las grandes sociedades de capital, se impone una igualdad relativa. El principio de igualdad de derechos se exige no en cuanto a la totalidad de acciones que puede emitir una sociedad, sino con relación a un ámbito más limitado que viene determinado por la noción de clase de acción. Es éste un término objetivo que no presupone ni preferencia ni especialidad, sino que simplemente agrupa las acciones que atribuyen idéntico contenido de derechos." (El ***resaltado*** *es nuestro)*

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. **Texto Único de la Ley de Mercado de Valores**[1], del cual destacamos lo resaltado y subrayado a continuación:

[1] Comprende el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 y sus leyes reformatorias y el Título II de la Ley 67 de 1 de septiembre

*"**Artículo 49. Definiciones**. Para efectos de este Decreto Ley, los siguientes términos se entenderán así:*

1. ...

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.

...

66. Valor. 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 valor o que la Superintendencia determine que constituye un valor.

..."

*"**Artículo 152.** Categorías de sociedades de inversión según la opción de redención. Las sociedades de inversión podrán ser abiertas o cerradas. La Superintendencia podrá dictar normas distintas para cada una de estas clases de sociedades de inversión en atención a las características particulares de cada una.*

Se considerarán 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.

Se considerarán 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 solo permitan la redención en circunstancias extraordinarias según lo establezcan este Decreto Ley y sus reglamentos.

Las sociedades de inversión cerradas podrán convertirse en sociedades de inversión abiertas con arreglo a lo dispuesto en su pacto social o en el instrumento de fideicomiso o contrato mediante el cual se constituyan.

***Artículo 153.** Categorías de sociedades de inversión según el riesgo. La Superintendencia podrá establecer categorías de sociedades de inversión en atención al tipo de riesgo asociado con determinados objetivos y políticas de inversión, tipos de carteras y bienes, niveles de endeudamiento o de liquidez u otros parámetros que estime apropiados. La Superintendencia podrá dictar normas distintas para cada una de estas categorías de sociedades de inversión en atención a las características particulares de cada una. La Superintendencia dictará normas específicas para las sociedades de inversión que inviertan en bienes inmuebles, para las que inviertan en opciones, futuros e instrumentos derivados, y para las que inviertan en instrumentos del mercado monetario.*

La Superintendencia podrá prohibir el uso de palabras, ya sea en el prospecto, en el material publicitario, en la razón social o en la denominación comercial de sociedades de inversión o de administradores de inversión, cuando en su opinión den lugar a confusión, se presten a engaño o no describan adecuadamente los riesgos asumidos por un

---

de 2011, tal como lo establece el artículo 121 de la Ley 67 de 1 de septiembre de 2011.

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

ED

inversionista al invertir en la sociedad de inversión.

Artículo 154. *Estructuras permitidas. Podrán registrarse en la Superintendencia sociedades de inversión con un solo tipo de cuotas de participación y una sola cartera de inversiones (sociedades de inversión simples), sociedades de inversión con múltiples series de cuotas de participación que cada una de dichas series represente un interés en una cartera de inversiones distinta (**sociedades de inversión paraguas**), sociedades de inversión 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 (sociedades de inversión de múltiples clases), sociedades de inversión que a su vez inviertan exclusivamente en otra sociedad de inversión (fondo principal alimentado por otros fondos) o en otras sociedades de inversión (fondo de fondos), y cualquiera otra estructura que la Superintendencia no haya prohibido." (el **resaltado** y subrayado es nuestro)*

*"**Artículo 156.** Series y clases de cuotas de participación. La junta directiva de una sociedad de inversión constituida con arreglo a las leyes de la República de Panamá podrá reformar el pacto social de la sociedad de inversión con el objeto de crear nuevas series y clases de cuotas de participación sin el consentimiento de los accionistas, siempre que los costos relativos al administrador de inversiones, al asesor de inversiones, al custodio, a la publicidad y a los demás gastos de operación sean asumidos por la serie o clase que los cause o en el caso de ser gastos comunes, cuando sean asumidos por todas las series y todas las clases en forma proporcional al valor neto por cuota de participación de cada serie o clase.*

Todas las cuotas de participación de una misma serie o clase tendrán iguales derechos y privilegios. No obstante, lo anterior, las clases pertenecientes a una misma serie podrán estar sujetas a diferentes términos en cuanto al pago de las comisiones y de los gastos de suscripción, redención y servicios administrativos.

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."(el subrayado es nuestro).

...

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.

...

Artículo 207. *Reclamos de acreedores. Los derechos que tenga el tenedor registrado de un*

EJ

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

valor representado mediante anotación en cuenta solo podrán ser objeto de secuestro, embargo u otra acción judicial promovida por un acreedor del tenedor registrado mediante la acción judicial correspondiente dirigida al emisor o al representante de este que lleve el registro, salvo en el caso contemplado en el último párrafo de este artículo.

Los derechos bursátiles que haya reconocido un intermediario a favor de un tenedor indirecto en relación con activos financieros en una cuenta de inversión solo podrán ser objeto de secuestro, embargo u otra acción judicial promovida por un acreedor del tenedor indirecto mediante la acción judicial correspondiente dirigida al intermediario que mantenga la cuenta de inversión, salvo en el caso contemplado en el último párrafo de este artículo.

Los derechos que tenga el tenedor registrado de un valor representado mediante anotación en cuenta que hubiese sido anotado en el registro a nombre de un acreedor prendario, así como los derechos bursátiles que hubiese reconocido un intermediario a favor de un tenedor indirecto en relación con activos financieros en una cuenta de inversión a nombre de un acreedor prendario, solo podrán ser objeto de secuestro, embargo u otra acción judicial promovida por un acreedor de dicho tenedor registrado o tenedor indirecto, según fuese el caso, mediante la acción judicial correspondiente dirigida al acreedor prendario."(el subrayado es nuestro).

2. **Texto Único del Acuerdo No. 5-2004 de 23 de julio de 2004**, del cual destacamos lo resaltado y subrayado a continuación:

*"**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.
...
Artículo 13. Contrato con un Administrador de Inversiones
Los contratos que celebre una sociedad de inversiones, abierta o cerrada, con un administrador de inversiones deberán constar por escrito y cumplir con los siguientes requisitos:
1. Ser aprobados con el voto favorable de los directores independientes.
2. Contener en forma completa y precisa la remuneración que recibirá el administrador de inversiones, incluyendo comisiones, honorarios y reembolso de gastos, el plazo y la forma de pago de los mismos.
3. Poder ser terminados, sin el pago de indemnización, por la Sociedad de Inversión con un plazo no mayor de noventa (90) días.

ED

4. Requerir el consentimiento de la Sociedad de Inversión para su cesión por parte del administrador de inversiones.
El contrato deberá ser registrado ante la Comisión Nacional de Valores que podrá pedir su modificación en el caso de que incumpla lo previsto en este Artículo o las demás reglas contenidas en el presente Acuerdo.
...
Artículo 40. Patrimonio Total Mínimo
Será un requisito aplicable a las sociedades de inversión que soliciten su registro para ofrecer sus acciones o cuotas de participación en la República de Panamá, contar con un patrimonio total mínimo de Veinticinco Mil Balboas (B/.25,000.00). 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.
...
Artículo 46. Registros
Es responsabilidad de la sociedad administradora llevar y mantener al día, además de la contabilidad de las sociedades de inversión que administre, los siguientes registros:
1. Con relación a cada uno de las sociedades de inversión que administre:
*a. **Un registro de Inversionistas**, donde se detallen todas las operaciones efectuadas por éstos ante la sociedad administradora con sus cuotas, señalando: número del certificado de participación o el número de registro en la institución de compensación y liquidación de valores; **nombre del inversionista y documento de identificación**; tipo de operación, **cantidad de cuotas**, comisiones pagadas, importe total y fecha de la operación; y el valor cuota asignado;*
*... "(el subrayado y **resaltado** es nuestro)*

3. **Opinión No.10-2015 de 13 de octubre de 2015**, del cual destacamos lo resaltado y subrayado a continuación:

"...
La consulta principal que se esboza en este escrito, la cual presentamos con preguntas específicas a continuación, es si las reglas establecidas por la Ley de Valores y el Acuerdo 5 de 2004 que identificamos a continuación, sobre limitaciones en inversiones, endeudamientos, garantías y otros temas relacionados para sociedades de inversión, aplicarían en este caso a la Sociedad de Inversión Paraguas en general o a cada Sub-Fondo.

...

*Iniciemos por lo básico, **un subfondo no es más que una cartera de inversión, pertenece a una sociedad de inversión pero no es una sociedad de inversión, ni tiene personería jurídica propia ni es objeto de registro en la Superintendencia del Mercado de Valores**, con lo cual queda descartada la posibilidad de que sea tal y que se le aplique de forma diferenciada lo que sería la responsabilidad de una sociedad de inversión según el tipo de sociedad que sea.*

Las sociedades de inversión, que son las que son objeto de registro, no sus fondos o subfondos, deben cumplir, según sus características, con lo establecido en el acuerdo 5-2004...

*Tomando en cuenta lo indicado en el párrafo anterior y llevándolo a lo que específicamente consulta el solicitante, debe entenderse que los subfondos de una sociedad de inversión paraguas, son independientes en cuanto a las carteras en que invierten porque representan intereses de inversión diferenciados, sin embargo, los mismos no existen sin la sociedad de inversión llamémosle "madre" que es la que se registra..." (el **resaltado** es nuestro)*

Habiendo citado algunas de las normas aplicables a la consulta que nos ocupa, procederemos a abordar específicamente la situación planteada por el solicitante.

Sobre lo consultado en la primera interrogante:

El solicitante plantea cuál es el fundamento jurídico para la existencia y operación de las sociedades de inversión paraguas, en independencia de un sub-portafolio con los demás sub-portafolios.

ED

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

Criterio de la Superintendencia

El Texto Único de la Ley del Mercado de Valores (en adelante "Texto Único") otorga a la Superintendencia la facultad de regular, supervisar y fiscalizar las actividades del mercado de valores que se desarrollen en o desde la República de Panamá.

Entre las actividades contempladas por el Texto Único se encuentran las relacionadas a las ofertas públicas de valores que es la base sobre la cual operan tanto las empresas emisoras como las sociedades de inversión.

Con el objeto de poder absolver la consulta planteada, se considera oportuno señalar, que de acuerdo a la normativa emitida por esta Superintendencia, toda sociedad de inversión paraguas, primeramente es una Sociedad de Inversión, la cual de acuerdo a la definición establecida en el numeral 58 del Artículo 49 del Texto Único, es aquella 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.

Seguido, señala el Texto Único en sus Artículos 152 y 153, que las sociedades de inversión, según (i) la opción de redención, podrán ser abiertas o cerradas y (ii) según el riesgo, la Superintendencia podrá establecer categorías de sociedades de inversión en atención al tipo de riesgo asociado con determinados objetivos y políticas de inversión, tipos de carteras y bienes, niveles de endeudamiento o de liquidez u otros parámetros que estime apropiados.

Se debe tener presente que, toda sociedad de inversión, deberá contar con un patrimonio total mínimo (el cual se encuentra regulado en el Artículo 40 del Texto Único del Acuerdo 5-2004 de 23 de julio de 2004) de veinticinco mil balboas (B/.25,000.00), el cual corresponderá al capital y reservas de los accionistas de la empresa y estará 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.

Ahora bien, con respecto al término que reciben las sociedades de inversión sobre las cuales recae la consulta, estas son, las denominadas "paraguas", se tiene que, estas nacen de acuerdo a las estructuras permitidas mediante el Artículo 154 del Texto Único, el cual establece como sociedad de inversión paraguas, a toda sociedad de inversión con múltiples series de cuotas de participación que cada una de dichas series represente un interés en una cartera de inversiones distinta.

A su vez, mediante el Artículo 157 del Texto Único, se establece la obligatoriedad de registro ante la Superintendencia del Mercado de Valores de las siguientes sociedades de inversión:

- 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 Texto Único.
- 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 del Título VIII del Texto Único.

En este sentido, para que una sociedad de inversión paraguas exista y opere en la República de Panamá, considerando que la misma cumple con la descripción señalada en el artículo 157 del Texto Único, deberá como primer requisito a cumplir, estar registrada ante la Superintendencia del Mercado de Valores.

En este tenor, de acuerdo a lo establecido por el Artículo 159 del Texto Único referente a la forma y contenido que deberán cumplir las solicitudes de registro y de los prospectos de las sociedades de inversión antes del inicio de operaciones de éstas, se indica que, los prospectos 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**

ED DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

distribuciones, administrador de inversiones y custodio de la sociedad de inversión y cualquiera otra información que dicte la Superintendencia.

En esta línea de ideas, es oportuno referirnos a la posición administrativa adoptada por la Superintendencia del Mercado de Valores a través de la Opinión 10-2015 de 13 de octubre de 2015, en atención a la consulta efectuada por el solicitante, ésta es *"... si las reglas establecidas por la Ley de Valores y el Acuerdo 5 de 2004 que identificamos a continuación, sobre limitaciones en inversiones, endeudamientos, garantías y otros temas relacionados para sociedades de inversión, aplicarían en este caso a la Sociedad de Inversión Paraguas en general o a cada Sub-Fondo"* , en la cual, manifestó que (i) **un sub-fondo no es más que una cartera de inversión, y que si bien éste pertenece a una sociedad de inversión no es per sé una sociedad de inversión, ni tiene personería jurídica propia**, ni es objeto de registro en la Superintendencia del Mercado de Valores, y (ii) que los sub-portafolios (sub-fondos), son independientes en cuanto a las carteras en que invierten porque representan intereses de inversión diferenciados, sin embargo, los mismos no existen sin la sociedad de inversión llamémosle "madre" que es la que se registra.

En este sentido, el sub-portafolio no tiene personería jurídica, de manera que no goza de un patrimonio propio, toda vez que el patrimonio pertenece a la persona jurídica, quien es la sociedad de inversión paraguas; siendo así, considerando lo plasmado en párrafo anterior y refiriéndonos específicamente a lo consultado por el solicitante, esto es, el fundamento jurídico de la existencia y operación de las sociedades de inversión paraguas, en independencia de un sub-portafolio con los demás sub-portafolios**, se debe entender que, un sub-portafolio es independiente con los demás sub-portafolios en cuanto a las carteras en que invierten porque representan intereses de inversión diferenciados**, sin embargo los mismos no podrán existir sin la sociedad de inversión paraguas que ha sido registrada ante la Superintendencia del Mercado de Valores, la cual, una vez registrada, deberá operar (i) de acuerdo a los parámetros que la Superintendencia del Mercado de Valores establezca a través de su normativa y de las opiniones que ésta emita, y (ii) de acuerdo al contenido de su prospecto.

Sobre lo consultado en la segunda interrogante:

El solicitante plantea si existe responsabilidad cruzada entre un sub-portafolio de inversión y otro sub-portafolio de inversión, representado cada uno por distintas clases de acciones con sus respectivos derechos y obligaciones, más formando parte de la misma sociedad de inversión paraguas.

Criterio de la Superintendencia

Los sub-portafolios de las sociedades de inversión paraguas, gozan de una independencia entre ellos, **en lo que respecta a las carteras en que invierten** porque representan intereses de inversión diferenciados, por lo cual, no existe en **materia de inversión**, una responsabilidad cruzada entre un sub-portafolio de inversión y otro sub-portafolio de inversión.

Una vez señalada la idea principal del presente criterio, procederemos a exponer los argumentos y consideraciones que la sustentan.

La presente consulta, atiende a confirmar la existencia de *"...responsabilidad cruzada entre un sub-portafolio de inversión y otro sub-portafolio de inversión, representado cada uno por distintas clases de acciones con sus respectivos derechos y obligaciones, más formando parte de la misma sociedad de inversión paraguas"*, por lo cual, es oportuno indicar el significado que da la Real Academia Española al término "responsabilidad", señalando así que, es la obligación de reparar y satisfacer, por sí o por otra persona, a consecuencia de una causa legal.

En este sentido, la respuesta a la presente consulta deberá estar dirigida a indicar las obligaciones a cumplir por los sub-portafolios y si existe entre ellos una responsabilidad cruzada, a consecuencia de lo establecido en las normas emitidas por la Superintendencia del Mercado de Valores y a lo establecido en los prospectos de cada sociedad de inversión paraguas.

Para lo anterior, se debe primeramente considerar lo establecido por el Texto Único, en su Artículo 156, respecto a que todas las cuotas de participación de una misma serie o clase tendrán iguales derechos y privilegios. Entendiéndose así que, cada clase (o también denominada sub-portafolio) mantendrá sus

propios derechos y privilegios con respecto a las cuotas de participación que la conformen, los cuales serán independientes a los derechos y privilegios que mantendrán las demás clases (sub-portafolios) para sus respectivas cuotas de participación. A su vez, es importante tener claro que cuando la norma hace mención a los derechos y privilegios, la misma se refiere a las comisiones, gastos de suscripción, redención, servicios administrativos y los demás que se detallen en el prospecto de la sociedad de inversión paraguas.

Por lo anterior, se puede bien señalar que, de acuerdo con lo establecido en el Texto Único, no existe una responsabilidad cruzada entre un sub-portafolio y otro sub-portafolio de inversión que formen parte de la misma sociedad de inversión paraguas, **en lo que respecta a los derechos y privilegios bajo los cuales cada uno fue conformado**. Por lo que, cada sub-portafolio tendrá la obligación, de satisfacer los derechos y privilegios de las cuotas de participación que lo conforman.

Sobre lo consultado en la tercera interrogante:
El solicitante plantea si un Inversionista del Fondo IWPF, que invierte en el Sub Fondo de las Acciones clase "A", se debe presentar a un proceso legal por el cual son afectadas sus inversiones, este proceso afectaría a los otros Sub Fondos, entendiéndose que los otros Sub Fondos no guardan ninguna relación con el afectado.

Criterio de la Superintendencia
Como se ha logrado plantear a lo largo de la presente Opinión, las Sociedades de Inversión Paraguas son sociedades de inversión que, de acuerdo con las normativas previamente citadas, definen a las mismas como sociedades independientes en lo que respecta a las carteras en que invierten porque representan intereses de inversión diferenciados. Así también se ha aclarado todo lo referente al manejo de responsabilidad cruzada entre los sub-portafolios que conforman dichas sociedades y lo concerniente a los derechos y privilegios bajo los cuales cada uno fue conformado.

Siendo así, y luego de haber aclarado la operativa de una sociedad de inversión paraguas, al referirnos a la consulta efectuada por el solicitante, debemos señalar que adicional a lo planteado en la presente opinión, primeramente, se debe tener en cuenta que una sociedad de inversión paraguas al ser considerada una sociedad de inversión per se, ésta, deberá cumplir con lo estipulado en el Artículo 157 del Texto Único y Artículo 10 del Texto Único del Acuerdo 5-2004 sobre obligación de registro.

A su vez, deberá también cumplir con el Artículo 13 del Texto Único del Acuerdo 5-2004 que trata sobre que la administración de una Sociedad de Inversión estará encomendada a un Administrador de Inversiones, la cual podrá ser bien en su totalidad, bien en parte determinada, a uno o varios Administradores de Inversiones, así también su junta directiva u órgano de dirección podrá asumir la responsabilidad de su representación y administración, lo anterior sujeto a las condiciones establecidas en dicho Acuerdo.

Es importante señalar, que todo Administrador de Inversiones, de acuerdo a lo establecido en el Artículo 46 del Texto Único del Acuerdo 5-2004, deberá cumplir con una serie de registros, entre estos, el siguiente establecido en el literal "a" de dicho Artículo a saber:

> *"**Artículo 46. Registros***
> *Es responsabilidad de la sociedad administradora llevar y mantener al día, además de la contabilidad de las sociedades de inversión que administre, los siguientes registros:*
> 2. *Con relación a cada uno de las sociedades de inversión que administre:*
> b. ***Un registro de Inversionistas**, donde se detallen todas las operaciones efectuadas por éstos ante la sociedad administradora con sus cuotas, señalando: número del certificado de participación o el número de registro en la institución de compensación y liquidación de valores; **nombre del inversionista y documento de identificación**; tipo de operación, **cantidad de cuotas**, comisiones pagadas, importe total y fecha de la operación; y el valor cuota asignado;*
> c. *..." (el **resaltado** es nuestro)*

En este sentido, se observa que todos y cada uno de los inversionistas que mantienen cuotas de participación en una sociedad de inversión, **se encontrarán debidamente identificados**, existiendo una separación entre estos, así también, el administrador mantendrá un debido registro de las cuotas de participación que éstos mantienen en lo que respecta a la cantidad de cuotas de participación y demás

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV
ED

información relevante, lo que permitirá, que exista una debida segregación en cuanto a los inversionistas y las cuotas de participación que cada uno mantenga.

Adicionalmente, consideramos oportuno mencionar que el Texto Único en el Capítulo I del Título X *"Custodia, Compensación y Liquidación de Valores"*, a través de su Artículo 207, regula el trato que debe darse a reclamos de acreedores, en el cual se estipulan las formalidades que se deben cumplir en materia de secuestro de valores registrados, valores éstos, dentro de los cuales se encuentran las cuotas de participación, de acuerdo a la definición del término "*valor*" otorgada a través del numeral 66 del Artículo 49 del Texto Único.

Conclusión:

Por todo lo antes señalado, se concluye que respecto a los sub-portafolios de una sociedad de inversión paraguas, (i) éstos, son independientes en cuanto a las carteras en que invierten porque representan intereses de inversión diferenciados, (ii) no existirá responsabilidad cruzada entre un sub-portafolio de inversión y otro sub-portafolio de inversión, en lo que respecta a los derechos y privilegios bajo los cuales cada uno fue conformado, (iii) éstos, en su conjunto, formarán parte del patrimonio de la sociedad de inversión paraguas, y adicionalmente (iv) toda inversión efectuada en un sub-portafolio, entiéndase toda cuota de participación de un inversionista en dicho sub-portafolio, se encontrará debidamente identificada en el registro de inversionista, la cual se detallará por inversionista, cantidad de cuotas que este mantenga y demás información relevante, lo que permitirá que el Administrador de Inversiones lleve una debida segregación entre inversionistas de la sociedad de inversión paraguas.

Fundamento legal: Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, Texto Único del Acuerdo 5-2004 de 23 de julio de 2004, Opinión 10-2015 de 13 de octubre de 2015.

NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE.

Julio Javier Justiniani
Superintendente

/agl/D.Jurídica

ED

DIRECCIÓN JURÍDICA BMV