REPÚBLICA DE PANAMÁ
COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

Opinión No. 1 -2011

(De 07 de Febrero de 2011)

Tema: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores sentar su posición administrativa respecto al siguiente tema: ¿Puede una persona que tenga licencia de asesor de inversiones otorgada por la Comisión Nacional de Valores asesorar a sus clientes sobre la compra y/o venta de (i) metales preciosos o monedas (*currencies*) o (ii) instrumentos derivados que tengan como activo subyacentes metales preciosos o monedas?

Solicitante: Licenciada María C. Arroyo de la firma de abogados Arias, Fábrega & Fábrega.

Lo que se consulta:
¿Puede una persona que tenga licencia de asesor de inversiones otorgada por la Comisión Nacional de Valores asesorar a sus clientes sobre la compra y/o venta de (i) metales preciosos o monedas (*currencies*) o (ii) instrumentos derivados que tengan como activo subyacentes metales preciosos o monedas?

Posición del Consultante:

Respecto a la pregunta descrita en el punto 1 (i) anterior, a nuestro juicio un asesor de inversiones puede brindar asesoría respecto de la compra y/o venta de instrumentos derivados que tengan como activos subyacentes metales preciosos y/o monedas. Esta posición se basa en las siguientes consideraciones:

1. *El artículo 1 de la Ley de Valores define a los asesores de inversiones como "toda persona que, por una remuneración, se dedica al negocio de asesorar a otros en cuanto a la determinación del precio de valores o la conveniencia de invertir, comprar o vender valores, o se dedica a preparar y publicar estudios o informes sobre valores. Dicho término no incluye contadores, abogados, profesores u otros profesionales, cuya asesoría de inversión sea meramente incidental en el ejercicio de su profesión, ni editores, productores, periodistas, escritores, comentaristas y otros empleados de periódicos, revistas, publicaciones, televisoras, empresas de radio u otros medios de comunicación, siempre y cuando dichas personas sólo emitan criterios u opiniones como parte de su empleo o posición en dicho medio de comunicación, no tengan o adquieran interés, ya sea directa o indirectamente, en los valores sobre los cuales emitan dichos criterios u opiniones, y no reciban comisión o pago por éstos, salvo la remuneración ordinaria por su posición o empleo en dicho medio de comunicación."*
2. *La Comisión Nacional de Valores, a través de diversas opiniones entre las cuales están la Opinión 01-2009, Opinión 05-2007 ha concluido, básicamente que los instrumentos derivados cuyos activos subyacentes sean monedas o metales y que cumplan con los requisitos para ser considerados valores, entre ellos, el de ser homogéneos y negociables (Opinión 01-2009 de 26 de enero de 2009, Págs. 5 y 6) calificarían como valores.*
3. *Por tanto si los aludidos instrumentos derivados califican como un valor, entonces un asesor de inversiones puede asesorar a sus clientes sobre la "conveniencia de invertir, comprar o vender" tales "valores".*
   Respecto a la pregunta 1 (ii), nuestra posición es que un asesor de inversiones puede brindar asesoría a sus clientes respecto de la compra o venta de metales preciosos y/o monedas (forex) y no sólo sobre instrumentos derivados que tengan como activos subyacentes tales metales preciosos y/o monedas. Basados nuestra conclusión en las siguientes razones:

   1. *El artículo 45 de la Ley de valores señala que los asesores de inversión podrán "administrar cuentas de custodia, valores y dineros de clientes…".*
   2. *La Ley de Valores, a su vez, define "cuentas de custodia" como "toda cuenta llevada por un intermediario con el fin de acreditar y debitar activos financieros en virtud de un contrato mediante el cual el intermediario ha acordado establecer dicha cuenta a favor de un tenedor indirecto para que la cuenta y los activos financieros acreditados en ella queden sujetos al régimen de tenencia indirecta establecido en el Título XI de la Ley de Valores".*

3. *Por tanto, un asesor de inversiones puede, a través de una cuenta de custodia, administrar "activos financieros" de sus clientes siempre que se cumplan los requisitos indicados en el párrafo anterior. La facultad de administrar, en el contexto de un asesor de inversiones, supone, como mínimo, la posibilidad de recomendar a su cliente la conveniencia de comprar o vender determinados activos financieros existentes en la cuenta.*
4. *El articulo 1 de la Ley de valores define "activos financieros" como "todo valor, dinero en efectivo, y cualquier otro bien mueble que un intermediario mantenga en una cuenta de custodia a favor de una persona, si el intermediario y dicha persona han acordado reconocer dicho bien como un activo financiero sujeto al Título XI de la Ley de Valores, siempre que dicho bien no haya sido excluido de esta definición por la Comisión".*
5. *Como se puede apreciar del párrafo anterior, la definición de "activo financiero" contenida en la Ley de Valores es más amplia que la de "valor", ya que incluye, además de los propios valores, "cualquier otro bien mueble" o "dinero efectivo", sin que en este último caso se especifique que tales dineros sean de un tipo particular de moneda, lo que abre la posibilidad que en dicha cuenta haya monedas de otros países.*
6. *A nuestro juicio la expresión "cualquier otro bien mueble" contenida en la definición de "activo financiero" es amplia y bajo la misma pudiera encajar, perfectamente, la inversión en monedas y/o metales, siempre que tales bienes muebles estén sujetos al régimen de tenencia indirecta a que se refiere la Ley de Valores.*
7. *Resumiendo los puntos anteriores, consideramos que si un asesor de inversiones puede administrar cuentas de inversión de sus clientes que a su vez, pueden tener activos financieros acreditados (concepto que incluye "cualquier otro bien mueble" y "dinero en efectivo"), el asesor de inversiones puede recomendar, entonces, a sus clientes la inversión en monedas y/o metales (y no únicamente en valores derivados que tengan como subyacentes tales instrumentos) siempre que tales monedas Y/o metales, como bienes muebles que son, estén sujetos al régimen de tenencia indirecta a que se refiere la Ley de Valores....*
8. *Nótese que conforme a la Ley de Valores no cualquier bien mueble calificaría como un "activo financiero" sino solo aquello sujetos al régimen de tenencia indirecta a que se refiere la Ley de Valores. Por su parte, el régimen de tenencia indirecta requiere de la existencia de un intermediario que, a su vez, reconozca "derechos bursátiles" sobre el activo financiero a favor de tenedores indirectos....*
9. *Que desde el punto de vista proactivo, pareciera contradictorio que un asesor de inversiones pueda recomendarle a su cliente la inversión en derivados de monedas y metales (instrumentos claramente más riesgosos), más no en las propias monedas y metales (inversiones menos riesgosas).*
10. *Revisamos las diversas opiniones de la CNV sobre el tema de divisas y metales y a nuestro juicio no existe contradicción entre la posición fijada por la CNV y la interpretación de nosotros aquí plasmada. En general, nuestra lectura de las opiniones de la CNV es la siguiente:*

a. *Que ni las monedas ni los metales constituyen "valores" (Opinión 01-2009 de 26 de enero de 2009, p.6).*
b. *Que la "compra y venta de divisas no es regulada (por la CNV), razón por la cual no se requiere la obtención de una licencia expedida por esta entidad para operar la actividad en la Republica de Panamá" (Opinión 01-2009 de 26 de enero de 2009, p. 9) (El texto en corchetes es nuestro). Esta misma lógica se ha hecho extensiva a los metales. Por tanto, una persona que se vaya a dedicar al negocio de forex podría hacerlo sin tener que obtener licencia alguna de la CNV, claro está, sin perjuicio de lo que dispongan otras leyes como la ley bancaria.*

Como se ha indicado anteriormente, los asesores de inversiones pueden administrar cuentas de custodia en las que pueden estar acreditados diversos activos financieros incluyendo valores pero también "cualquier otro bien mueble" concepto amplio que, a nuestro juicio, abarca también a las divisas y metales siempre que los mismos queden sujetos al régimen de tenencia indirecta de la Ley de Valores. Para tranquilidad de la CNV, es preciso acotar que el hecho que los bienes muebles queden comprendidos en la definición de activos financieros no implica que cualquier bien mueble califique como activo financiero. Esta claro de la propia definición comentada que solo los bienes muebles sujetos al régimen de tenencia indirecta serán considerados como activos financieros.

En base a las consideraciones anteriores, concluimos, pues, que los asesores de inversión pueden recomendar a sus clientes el invertir (i) en instrumentos derivados que tengan como activos subyacentes divisas y/o metales , como base a las opiniones dadas por la CNV a propósito de casas de valores y (ii) monedas y/o divisas que constituyan activos financieros.

Posición Administrativa de la Comisión Nacional de Valores.

Para determinar si un Asesor de Inversiones puede asesorar sobre la compra y/o venta de i) metales preciosos o monedas o ii) instrumentos derivados que tengan como activo subyacentes metales preciosos o monedas, debemos empezar por determinar de acuerdo al Decreto Ley No. 1 de 1999, sobre que objeto recae la asesoría que brinda el asesor de inversiones.

La respuesta a esta interrogante la otorga el artículo 1 del Decreto Ley No. 1 de 1999 que define lo que se entiende por asesor de inversión, definición que hemos desglosado para su mejor comprensión como a continuación se detalla:

Artículo 1. Definiciones
Asesor de inversiones es toda persona que, por una remuneración, se dedica al

- *negocio de asesorar a otros (esta es la actividad)*
- *en cuanto a: (a continuación se detallan los temas sobre los cuales puede asesorar)*
  1. *la determinación del precio de **valores** o*
  2. *la conveniencia de invertir, comprar o vender **valores** o*
  3. *se dedica a preparar y publicar estudios o informes sobre **valores.**(el resaltado es nuestro)*

Del artículo citado se desprende entonces que la asesoría que ofrece el Asesor de Inversiones es sobre valores, por lo que corresponde en estos momentos entrar a considerar que es valor.

Valor según el Decreto Ley 1 de 1999 *es todo bono, valor comercial negociable u otro título de deuda, acción (incluyendo acciones en tesorería), derecho bursátil reconocido en una cuenta de custodia, cuota de participación, certificado de participación, certificado de titularización, certificado fiduciario, certificado de depósito, cédula hipotecaria, opción y cualquier otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como un valor o que la Comisión determine que constituye un valor. Dicha expresión no incluye los siguientes instrumentos:*
(1) Certificados o títulos no negociables representativos de obligaciones, emitidos por bancos a sus clientes como parte de los servicios bancarios usuales ofrecidos por dichos bancos, tales como certificados de depósito no negociables. Esta excepción no incluye las aceptaciones bancarias negociables ni los valores comerciales negociables emitidos por instituciones bancarias.
(2) Pólizas de seguro, certificados de capitalización y obligaciones similares emitidas por compañías de seguros.
(3) Cualesquiera otros instrumentos, títulos o derechos que la Comisión haya determinado que no constituyen un valor.

Teniendo claro lo que es valor, vamos a pasar a referirnos de forma específica a lo consultado primero en cuanto a si puede un asesor de inversiones asesorar sobre la compra y/o venta de metales preciosos o monedas.

A este respecto la Comisión Nacional de Valores ya ha indicado en reiteradas Opiniones que el negocio de compra y venta de monedas (Forex) no constituye valor y que es una actividad no regida por la Comisión Nacional de Valores. (Ver Opinión 5-2004 del 5 de mayo de 2004; Opinión No.5-2007 del 23 de mayo de 2007; Opinión 7-2007 del 16 de julio de 2007; Opinión 5 -2008 del 20 de junio de 2008 y Opinión 12-2008 de 24 de octubre de 2008.) Al no ser valor, los Asesores de Inversiones no pueden brindar asesorías sobre esta actividad.

En cuanto a metales preciosos, los mismos no son considerados valor de acuerdo a la definición que de valor otorga la ley y a la fecha, tampoco han sido reconocidos como tales por esta entidad, por lo que los Asesores de Inversión tampoco podrán brindar asesorías sobre los mismos.

La segunda parte de la consulta indica: puede un Asesor de Inversiones asesorar sobre instrumentos derivados que tengan como activo subyacentes metales preciosos o monedas.

Sobre este respecto, la Comisión Nacional de Valores ha emitido la Opinión 1-2009 que citamos a continuación:

> *"La definición de valor del artículo 1 del Decreto Ley No. 1 de 1999, alcanza a lo que comúnmente es reconocido como valor; vincula necesariamente a las particularidades y características intrínsecas tales como homogeneidad y negociabilidad atribuidas comúnmente a "valor".*
> *Sobre las características de negociabilidad citamos la posición administrativa de la Comisión Nacional de Valores sentada mediante Opinión No. 4-2005 en relación a la negociabilidad que deben tener ciertos instrumentos para ser considerados valor.*
> *"Debe igualmente reconocerse que la estructura del Decreto Ley 1 de 1999 está predicada sobre la base de que regula el ofrecimiento y negociación pública de instrumentos representativos de dinero, que reúnan ciertas condiciones mínimas de negociabilidad…*
> *…Tal y como se aprecia en las definiciones en especial aquella adoptada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España, existen instrumentos derivados cuyos subyacentes no solo son divisas, sino también otros bienes y hasta inmuebles. La Comisión Nacional de Valores no necesariamente tiene la facultad de regular los subyacentes de instrumentos derivados, ya que pueden incluir diferentes tipos de bienes no necesariamente valores. Según la conclusión del solicitante; de considerar a un instrumento derivado cuyo subyacente son metales preciosos, inmuebles o divisas como valores, llevaría a la situación de que los metales preciosos, las monedas o las fincas estarían reguladas por el Decreto Ley No. 1 de 1999 y en consecuencia las casas de valores pudieran dedicarse al desarrollo de dichos negocios; algo que obviamente no coincide con dicha norma; lo que va en contravención a la exclusividad del ejercicio del negocio de una casa de valores.*
> *En virtud de lo anterior, el Decreto Ley No. 1 de 1999 en su artículo 150, ha consagrado facultad legal a la Comisión Nacional de Valores para que mediante Acuerdo dicte: "normas que regulen las ofertas, las negociaciones y los términos de opciones y contratos a futuro y otros contratos a futuro y otros instrumentos derivados, incluyendo la titularización de activos o derechos para proteger al inversionista". Tal y como se observa de la norma transcrita se le otorga atribución a la Comisión para reglamentar productos financieros derivados que por sus características especiales y complejas pudieran tener un tratamiento diferente al ya consagrado para la oferta pública de valores.*
> *Por lo expuesto anteriormente, no podemos concluir de manera apresurada que un instrumento derivado cuyo subyacente sean divisas si constituyen "valores". Los instrumentos derivados son productos financieros que no necesariamente tienen las características para ser* ***valores negociables****."*

Respecto a productos sofisticados como "derivados" esta autoridad se ha pronunciado anteriormente ante solicitud de parte a través de la Opinión No. 8-04; la cual se mantiene vigente y de la cual debemos destacar especialmente el principio que a continuación transcribimos: "*La prestación de servicios de intermediación en este tipo de instrumentos por parte de intermediarios de valores locales debidamente autorizados por la Comisión, quedaría sujeta a las normas generales que regulan el funcionamiento de estas entidades, tales como el Acuerdo 2-2004, entre otros.*
Por otro lado, la prestación de servicios de intermediación en este tipo de instrumentos por parte de personas que no cuenten con las autorizaciones correspondientes expedidas por la Comisión, en detrimento de los intereses del público inversionista, podría dar lugar a la adopción de medidas de protección a las que está facultada la Comisión por mandato expreso del Decreto Ley 1 de 1999."

Tomando en consideración la posición transcrita anteriormente, la intermediación y asesoría sobre estos productos financieros únicamente pueden ejercerla aquellas entidades sujetas al Acuerdo 2-2004, esto es, Casas de Valores y Asesores de Inversión. Por lo que, el Asesor de Inversiones podrá brindar asesoría sobre instrumentos derivados cuyos activos subyacentes sean por ejemplo divisas o metales preciosos. Los instrumentos derivados son contratos reconocidos como instrumentos financieros cuyo rendimiento está asociado a un subyacente, por ejemplo al valor de mercado de un activo

financiero, al comportamiento de índices bursátiles, al cambio de divisas, al valor de metales o de productos minerales, entre otros; para que puedan ser **valores negociables** dichos contratos deben contar con las características mencionadas anteriormente sobre homogeneidad y negociabilidad.

De lo antes mencionado, queda claramente establecido que los Asesores de Inversión se dedican principalmente al negocio de asesorar. Que este tipo de asesoramiento se refiere exclusivamente a la determinación del precio de valores o conveniencia de invertir, comprar o vender valores.

Como ha quedado expresamente consagrado en la Opinión 5-04 del 5 de mayo de 2004, y según lo dispuesto en la definición de Asesor de Inversiones, una persona que tenga licencia de Asesor de Inversiones otorgada por la Comisión Nacional de Valores no debe asesorar a sus clientes sobre la compra y venta directa de metales preciosos o monedas (*currencies*); el Asesor de inversiones puede asesorar o recomendar en la determinación de precio y conveniencia de invertir en valores; los cuales incluyen instrumentos financieros como derivados cuyo subyacente sea metales o divisas según la definición de valor del Decreto Ley No. 1 de 1999.

Que aún cuando el solicitante no ha consultado expresamente sobre la actividad permitida a los Asesores de Valores relacionada a la administración de cuentas de custodia, consideramos conveniente aclarar lo siguiente:

Sobre las cuenta de custodia, debemos señalar que (i) las mismas deben ser ofrecidas y abiertas por un intermediario, en este caso el intermediario no puede ser un Asesor de Inversiones ya que a estos directamente no se les permite ofrecer cuentas de inversión o custodia; (ii) En dicha cuenta se acreditan y debitan activos financieros (iii) los activos financieros acreditados deben quedar sujetos al régimen de tenencia indirecta establecido en el Titulo XI del Decreto Ley No. 1 de 1999.

En efecto las cuentas de custodia de clientes o inversionistas podrán tener acreditados tanto dineros como títulos valores, u otros activos financieros en concordancia con las definiciones de cuenta de custodia y activos financieros antes señaladas; sin embargo, lo anterior no faculta al Asesor de Inversiones a asesorar al inversionista en la conveniencia de invertir directamente en monedas o divisas (mercado *forex*) y/o metales preciosos.

Dentro de la administración de cuentas de custodia, valores y dineros, en el contexto del asesor de inversiones, ésta puede ser discrecional o no discrecional. En la administración discrecional, el cliente otorga un poder al Asesor de Inversiones para que éste dentro de su *expertise* administre la cuenta actuando libremente brindando una asesoría de inversión en base al principio de recomendación adecuada.

En este caso de administración discrecional, el Asesor de Inversiones intrínsicamente ofrece una asesoría en valores, siendo esto así, el Asesor de Inversiones solo puede asesorar en la conveniencia de comprar y vender valores.

Visto lo anterior, no debemos interpretar que al estar acreditados monedas u otros activos financieros en cuentas de custodia dineros y bienes muebles, el asesor de inversiones esta facultado para asesorar y recomendar en cuanto a los bienes muebles acreditados en dicha cuenta, al mercado de divisas (Forex), otro mercado o metales preciosos directamente, ya que estaría en contra de la propia definición de de Asesor de Inversión. La asesoría debe estar limitada a la porción de títulos valores que están acreditados en dicha cuenta, los cuales bien pueden incluir instrumentos derivados, cuyos activos subyacentes pueden ser metales preciosos o divisas.

Por otro lado, la administración de cuenta de custodia no discrecional, es aquella en la cual el cliente instruye al Asesor de Inversiones la compra y venta de determinado activo financiero a través de una Casa de Valores, la cual puede o no involucrar una asesoría o recomendación por parte del Asesor de Inversiones. En este caso, tomando en consideración que dentro de una cuenta de custodia además de valores pueden estar acreditados dinero en efectivo y cualquier otro bien mueble, pudiera encajar la inversión de monedas y/o metales siempre que tales bienes muebles estén sujetos al régimen de tenencia indirecta a que se refiere el Decreto Ley No. 1 de 1999.

La administración no discrecional por parte del Asesor de Inversiones de una cuenta de custodia no siempre involucra una asesoría o recomendación. El Asesor de Inversiones en su actividad de administrar, permitida según lo dispone el Artículo 45 del Decreto Ley

No. 1 de 1999, pudiera por cuenta y orden del cliente instruir a un intermediario autorizado invertir en determinado bien mueble, lo cual incluye dinero y metales preciosos.

La Comisión Nacional de Valores ha expresado su opinión administrativa mediante Opinión 5-2004 del 5 de mayo de 2004, en cuanto al asesoramiento y/o administración dentro de una actividad de Asesor de Inversiones, lo cual debe ser en "valores".

A continuación citamos el siguiente párrafo de la mencionada opinión: "*consideramos que, una persona que se dedique habitual y profesionalmente a: administrar, desde Panamá, cuentas de terceros (a este respecto no sería relevante el domicilio de los clientes) y cuyas cuentas sean mantenidas en entidades debidamente reguladas, ya sea en Panamá o en el extranjero; y aunque dicha persona no se desempeñe como custodio de activos ni tenga bajo su cargo la contabilización de éstos, requeriría para ello de una Licencia de Asesor de Inversiones expedida por esta Comisión, de conformidad con lo dispuesto en la legislación y en las normas reglamentarias,* ***siempre que el objeto de dicha Asesoría o Administración sean "valores", según lo define el propio Decreto ley 1 de 1999."***

Razonadamente, frente al estudio y revisión de la presente solicitud, consideramos oportuno la revisión de la posición administrativa sentada mediante la referida Opinión 5-2004 concluyendo que es recomendable hacer los ajustes necesarios de un criterio otorgado, en el sentido de ampliar el mismo según lo expresado anteriormente sobre la administración no discrecional; en la cual pudiera mediar una administración sin que necesariamente este involucrada una asesoría. En estos casos únicamente, el Asesor de Inversiones mediante instrucción escrita del inversionista podrá instruir a un intermediario, dentro de la administración de la cuenta, a invertir en determinado bien mueble; cabe destacar que entre el cliente y el intermediario se debe haber acordado reconocer determinado bien mueble o activo financiero sujeto al Título XI del Decreto Ley No. 1 de 1999 y por ende forman parte de la cuenta administrada por un tercero. Los Asesores de Inversión no tienen la potestad de brindar asesoría sobre estos activos financieros.

Fundamento Legal: Artículos 1, 40, 45, y 46 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999; Acuerdo 5-2003 del 25 de junio de 2003, Acuerdo 2-2004 de 30 de abril de 2004 y Opinión 5-2004 del 5 de mayo de 2004.

NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE

Alejandro Abood Alfaro
Comisionado Presidente

Julio Javier Justiniani
Comisionado Vicepresidente

Juan Manuel Martans Sanchez
Comisionado

COMISION NACIONAL DE VALORES
REPUBLICA DE PANAMA

A los _____ días del mes de _____

de dos mil _____

a las _____ m, notifiqué

al señor(a) _____

_____

que antecede.

El notificado(a),

Notificado por escrito el día 7 de feb de 2011 6

SEÑORES COMISION NACIONAL DE VALORES:

Nosotros, ARIAS, FABREGA & FABREGA, sociedad de abogados, con oficinas ubicadas en Calle 50, Edificio Plaza 2000, piso 16, de esta ciudad, concurrimos ante su despacho con el fin de notificarnos de la Opinión Administrativa No. 1-2011 del 7 de febrero de 2011, y a la vez, darle autorización a la señorita María Gabriella Dutari, con cédula de identidad personal No.8-839-1200, para que retire dicha resolución.

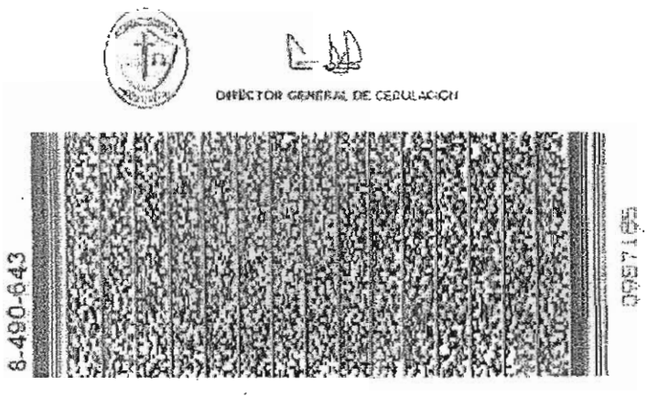
Panamá, 7 de septiembre de 2011.

Por: ARIAS, FABREGA & FABREGA

María Carolina Arroyo
Cédula No. 8-490-643

Recibido CNV -
7/9/11
2:40 pm


REPUBLICA DE PANAMA
TRIBUNAL ELECTORAL
MARIA CAROLINA
ARROYO CORONADO
NOMBRE USUAL
FECHA DE NACIMIENTO: 07-ENE-1958
LUGAR DE NACIMIENTO: PANAMA, PANAMA
SEXO: F
EXPEDIDA: 27-JUN-2003 EXPIRA: 27-JUN-2013
8-490-643


DIRECTOR GENERAL DE CEDULACION
8-490-643
0991-1965