REPÚBLICA DE PANAMÁ

SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN No. 1 -2012

De 19 de Enero de 2012

I. Temas:

1. *¿Cuál sería la base para el cálculo de la tarifa de supervisión de la Casa de Valores tomando en cuenta que sus operaciones (efectuadas por clientes) se realizan de forma apalancada. Es decir que las transacciones y operaciones son realizadas por los clientes por montos superiores a los realmente invertidos por éste, teniendo acceso, por vía del apalancamiento a mayores ganancias (el cliente) y mayores riesgos?*

2. *En el supuesto de que la respuesta implique el pago de la tarifa de supervisión sobre la totalidad de las operaciones apalancadas, sin tomar en cuenta que la Casa de Valores cobra comisiones sobre transacciones apalancadas reales, se consulta sobre la posibilidad de que los informes globalizados sean presentados de forma tal que reflejen montos reales transados por el cliente sin tomaren cuenta la posición apalancada por un lado y en diferente sección los montos apalancados a fin se pueda discernir con calidad la base real del cálculo de comisiones de la Casa y por tanto la base de operaciones de valores real para el cálculo de la tarifa de supervisión.*

II. Solicitante: Licenciada Michelle Cid de Cruz de la firma de abogados Sucre, Arias & Reyes.

III. Criterio del Solicitante:

Se trascribe el criterio del solicitante a la primera y segunda consulta:

El referido artículo 39 de la Ley 67 de 2011 establece en su numeral 6 lo siguiente:

"Artículo 39 Tarifas de Supervisión. Los siguientes registros y licencias en la Superintendencia estarán sujetos al pago anual de una tarifa de supervisión conforme se detalle a continuación:
6. Casas de Valores. 0.0025%, del monto anual de las negociaciones de valores e instrumentos financieros efectuados, con un mínimo de cinco mil balboas (B/..5,000.00) y un máximo de cien mil balboas (B/.100,000.00)"

En este sentido somos del criterio de que la frase "de las negociaciones de valores e instrumentos financieros efectuadas" debe hacer alusión a la negoción sobre los montos reales realizados por el cliente y no sobre montos apalancados que no reflejan el monto negociado por el cliente sino el acceso a ganancia y riesgo que este ha tenido en una determinada operación.
Resulta importante destacar que, consideramos que la intención del legislador (que para la ocasión dicha función recayó en los Diputados de la Asamblea Nacional), era de vincular el pago de la tarifa de supervisión a un porcentaje (en este caso 0.0025% del monto anual negociado, ya que ello implicaría cumplir con la premisa de que, a mayor ganancia de la casa de valores, mayor resulta el monto de la tarifa a pagar, estableciendo un techo de cien mil balboas (B/.100,000.00)

Sin embargo en el caso de las operaciones apalancadas, debemos indicar que la Casa de Valores cobra sus comisiones como bien al Superintendencia podrá

verificar en sus estados financieros, sobre el monto total de transacciones cerradas apalancadas.

Con lo anterior queremos decir que, si bien podría parecer que las negociaciones de valores e instrumentos financieros se realizan por montos superiores, en realidad el cliente está accediendo al mercado utilizando un cierto nivel de apalancamiento permitido, no bastante las comisiones y por tanto las ganancias de la Casa de Valores, se limitan a cifras que no son consecuentes con la tarifa a cobrar, como se explica más adelante.

Con lo anterior se busca demostrar que si bien, por solicitud expresa del propio ente regulador, al reportar las operaciones de la casa de valores en los correspondientes informes globalizados, se hace incluyendo la información apalancada, debe quedar claro que la casa de valores cobra sus comisiones sobre el monto total de transacciones cerradas apalancadas a razón cero punto cero un porciento (0.01%) dicho volumen no figura de la misma forma en los reportes globalizados presentados a la Superintendencia, ya que ésta solicito en su momento, que se presentaran cada uno de los pares de las transacciones efectuadas apalancadas (compra y venta) en forma individual duplicando por tanto los resultados reales del volumen transado.

Por su parte y con relación al reporte que la Casa de Valores presenta ante su contraparte, está estipulado contractualmente que sus comisiones serán de cero punto cero cero cinco por ciento (0.005%) por cada transacción (y para estos propósitos la apertura y el cierre de la transacción deberán considerarse como dos transacciones diferentes) dando esto como resultado el ya mencionado cero punto cero un porciento (0.01%)

Somos conscientes de que el artículo 39 de la Ley 67 de 2011 no condiciona el pago de la tarifa a las ganancias obtenidas por la Casa, sin embargo también somos conscientes de que el objetivo de vincular el pago la tarifa de supervisión aun porcentaje de las operaciones era el de a su vez vincular estas tarifas a las ganancias obtenidas por la casa, bajo la premisa de que a mayor cantidad de operaciones, mayor cantidad comisiones cobradas, lo cual en el caso de las transacciones apalancadas, dista de la realidad.

Lo anterior tomando en cuenta que al permitir a sus clientes la realización de transacciones apalancadas, se reportan volúmenes de transacción que hacen que inmediatamente se llegue al techo establecido en el artículo 39 de la Ley 67 de 2011 que es d cien mil balboas (B7.100,000.00), lo cual resulta una tarifa excesiva si se toma en cuenta que las ganancias de la Casa están determinadas por comisiones que no tienen como referente base, las transacciones apalancadas sino transacciones apalancadas reales.

Como la superintendencia podrá observar al contrastar los estados financieros de la Casa de Valores, el pago de la tarifa de supervisión máxima de (B/100.000.00) implicaría graves perjuicios financieros para la misma toda vez que resulta una tarifa muy superior a los montos efectivamente cobrados en comisiones versus los costos operativos de la Casa.

A manera de ejemplo y como forma de clarificación se expone a la Superintendencia la fórmula de cálculo de las comisiones, tomando en cuenta la transacción apalancada de la Casa de Valores- Lo que se expone a continuación se hace a manera de ejemplo y no necesariamente representa transacciones y cifras reales:

MES OCTUBRE	*VOLUMEN TRANSADO*	*COMISION CASA (0.0001)*
TOTAL DE COMISIONES	*1,303,956,434.57*	*130,395.64*

EJEMPLO DE TRANSACCION APALANCADA:

PARA SACAR EL VOLUMEN
INVERSIÓN 20,000USD EN APPLE CON UN PRECIO DE ENTRADA (P.E.) 393.4:
MONTO X APALANCAMIENTO /P.E.=CONTRATOS
20,000USD X 100= 2,000,000USD / (P.E.) 393.4 = 5,083.88 CONTRATOS
CONTRATOS X P.E. = VOLUMEN TRANSADO
5,083.88 X 939.4 = 1,999,999

PARA SACAR MONTO DE INVERSION
VOLUMEN TRANSADO / APALANCAMIENTO
1,999,999 / 100=19,999.99USD

PARA SACAR COMISION DE LA CASA
VOLUMEN TRANSADO X 0.0001
1,999,999 X 0.0001 =199.99

SACAR COMISION GENERADA PARA EL CLIENTE
PRECIO DE SALIDA (P.S.) – PRECIO DE ENTRADA (P.E.) X LOTES O CONTRATOS.
393.50 – 393.40=0.10 X 5,083.88 = 508.38USD

A continuación el criterio del solicitante para la segunda consulta:

Consideramos que no existen en la normativa vigente, ninguna disposición que prohíba a la Casa de Valores presentar ambas montos, es decir dos renglones donde figure la compra y la venta apalancada en un solo renglón incluyendo por un lado las operaciones reales realizadas por clientes y los montos apalancados a los que tienen acceso dichos clientes, en el que figuro tanto la compra como la venta apalancada en un solo renglón, como una sola transacción.

IV. Criterio de la Superintendencia del Mercado de Valores

Se consulta lo siguiente: *¿Cuál sería la base para el cálculo de la tarifa de supervisión de la Casa de Valores tomando en cuenta que sus operaciones (efectuadas por clientes) se realizan de forma apalancada. Es decir que las transacciones y operaciones son realizadas por los clientes por montos superiores a los realmente invertidos por éste, teniendo acceso, por vía del apalancamiento a mayores ganancias (el cliente) y mayores riesgos?*

Antes de entrar al fondo de la consulta planteada, transcribimos a continuación la norma consultada:

Ley 67 del 1 de septiembre de 2011.

> *Artículo 39 Tarifas de Supervisión. Los siguientes registros y licencias en la Superintendencia estarán sujetos al pago anual de una tarifa de supervisión conforme se detalle a continuación:*
> *6. Casas de Valores. 0.0025%, del monto anual de las negociaciones de valores e instrumentos financieros efectuados, con un mínimo de cinco mil balboas (B/..5,000.00) y un máximo de cien mil balboas (B/.100,000.00)"*

Observamos que la Ley 67 del 1 de septiembre de 2011, en el Título II incorpora los artículos relacionados a la creación objetivos y órganos de la Superintendencia del Mercado de Valores, entre los cuales se incluye el mencionado artículo 39 que incorpora nuevas tarifas para entes del mercado, entre las cuales se establece para las Casas de Valores un 0.0025% del monto anual de las negociaciones de valores e instrumentos financieros efectuados, con un mínimo de cinco mil balboas (B/.5,000.00) y un máximo de cien mil balboas (B/.100,000.00).

Cabe destacar que la norma derogada, artículo 18 del Decreto Ley 1 de 1999, establecía igual formula con diferencia de pisos y techos, a saber, anteriormente la tarifa era la siguiente: *0.0025% del monto anual de las negociaciones de valores e instrumentos financieros efectuados, con un mínimo de dos mil quinientos balboas (B/.2,500.00) y un máximo de veinticinco mil balboas (B/.25,000.00)*; es decir la actual tarifa únicamente modifica el piso y el techo, no la fórmula e interpretación de cálculo de la tarifa misma. La tarifa de igual forma que la anterior, tiene un monto máximo a pagar, mismo que se alcanza a medida que las operaciones de la casa aumentan.

Así las cosas, la tarifa cobrada y pagada por las Casas de Valores en base a lo dispuesto en el Decreto Ley No. 1 de 1999, criterio que históricamente ha sido sobre el cálculo de porcentaje sobre el monto anual de las negociaciones o transacciones en valores e instrumentos financieros, es decir sobre el monto total de las transacciones. Formula que no ha generado dudas o interpretaciones durante los doce años de autonomía de ésta entidad. Tanto es así, que la casa de valores solicitante de la presente opinión administrativa ha pagado tarifa de supervisión en base de monto total de las transacciones, incluyendo los montos apalancados. Por lo que mal ahora se debe cambiar la forma de interpretación del artículo 39 de la Ley 67-2011.

La norma no hace distinción sobre montos apalancados o no; sino que se refiere a montos anual de negociaciones, lo que sugiere el monto total de todas las transacciones realizadas.

Las operaciones de apalancamiento son muy utilizadas en el mercado de valores para financiar la compra de títulos; son de naturaleza especulativa y bastante riesgosa que deben ser dirigidas a inversionistas sofisticados y que conocen los riesgos inherentes a este tipo de operación. Especialmente los riesgos de contraparte, de crédito, de mercado y de liquidez. Por tanto las Casas de Valores que realizan este tipo de operaciones deben tener niveles de apalancamiento acordes a la liquidez, capital y a la solvencia de la entidad financiera.

Señala la solicitante en su escrito de solicitud de opinión que la norma que estipula la tarifa de supervisión *debe hacer alusión a la negociación sobre montos reales realizados por el cliente y no sobre montos apalancados que no reflejan el monto negociado por el cliente sino acceso a la ganancia y riesgo que este ha tenido en determinada operación.* Al respecto consideramos importante aclarar que la norma hace precisamente alusión a montos reales de la transacción realizada por el cliente, y es que en una transacción aunque sea apalancada, la misma se considera real tomando en cuenta el monto total de la transacción. En el mercado de valores, para este tipo de operaciones, el monto de la transacción incluye tanto los montos aportados por el cliente, como el monto apalancado o marginado, en su totalidad.

Es decir, en las transacciones apalancadas el inversionista compra determinada cantidad de títulos valores sin contar con el 100% de los recursos para la compra de dichos títulos valores, por tanto se financia a través de la Casa de Valores, tomando riesgos mayores, que pueden derivarse en una mayor ganancia. La compra de determinada cantidad de títulos, o sea la transacción misma no puede dividirse en dos es decir (i) en el aporte que realiza el cliente o inversionista, y (ii) en el monto apalancado que financia el intermediario. Si ello fuera así, no se pudiera realizar la compra requerida en su totalidad por el cliente. La transacción se realiza por el monto total de la misma, y precisamente ese es el monto real de la transacción, tanto es así que en los tiquetes de compra se señala cantidad del producto por el precio total del mismo.

Señala la solicitante que consideran que la intención del legislador era vincular el pago de la tarifa de supervisión a un porcentaje de las comisiones de la Casa de Valores, lo que implicaría cumplir con la premisa de que a mayor ganancia de la Casa de Valores, mayor resulta el monto de la tarifa a pagar. Sobre este punto consideramos relevante señalar que tanto el artículo 39 como toda la Ley 67 de 2011 fueron ampliamente discutidos, tanto con los sectores organizados del mercado de valores, en su etapa de diseño, como en los distintos debates en la Asamblea Legislativa, donde se dio la oportunidad a cualquier persona dentro y fuera de los gremios, industria, etc. de verter sus opiniones y consideraciones sobre el tema. La recomendación de aumento del techo del tarifa en cuestión fue adoptada por el legislador precisamente atendiendo a recomendación de la industria.

Definitivamente la norma en cuestión, vincula el pago de la tarifa a un porcentaje de las operaciones realizadas de la casa de valores; y es que a mayor cantidad de operaciones más alta es la tarifa que deben pagar. Esa es realmente la única premisa que la norma prevé. El aumento en la tarifa afecta a todas las casas de valores proporcionalmente por igual. El hecho de que el modelo de negocio de determinada Casa de Valores no se ajuste a la forma de cálculo de la tarifa, que no sea consecuente con sus ganancias y que se considere excesiva, es un dilema particular y señalamiento subjetivo del modelo particular de negocios de determinada Casa; el cual consideramos deben solucionar y mitigar a lo interno con la diversificación del negocio.

Si la intención del legislador fuera la de vincular la tarifa de supervisión a las ganancias de la casa de valores o a la cantidad de sus comisiones, así hubiera quedado expresamente, por lo que al no quedar expresamente establecido de esa forma no es correcto interpretar que el aumento y pago de tarifa de supervisión está ligado a las comisiones que cobra una Casa de Valores. Adicionalmente, señalamos que hay Casas de Valores que cobran comisiones y otras que no, Casas de Valores que cobran poco y otras mucho, Casas de Valores que cobran mínimos y máximos y todas pagan su tarifa de supervisión. La rentabilidad de la Casa de Valores se tasa al momento de la Declaración de Rentas, no en la tarifa de supervisión; el regulador del mercado de valores simplemente observa el volumen de operaciones que tenemos que supervisar.

Señala la solicitante que el pago de la tarifa de supervisión máxima de (B/.100,000.00) implicaría graves perjuicios financieros para la misma, toda vez que resulta una tarifa muy superior a los montos efectivamente cobrados en comisiones versus los costos operativos de la casa. La situación de perjuicio manifiesta por la solicitante, lamentablemente no está prevista en norma; ya que la misma legisla de forma general y por igual para todas las Casas de Valores. Antes de ajustar las tarifas a nuestros regulados, el Ministerio de Economía y Finanzas realizó las consultas suficientes con los representantes de la industria y adoptó sus recomendaciones, para así luego hacer los aumentos justos y no afectar, ni el desarrollo de la industria, ni afectar el desarrollo de la Superintendencia.

La tarifa habla de un cómputo único de las transacciones, y no hay tal cosa en la Ley que permita calcular de forma distinta un rubro y otro. Esto quizás haga menos rentable para una Casa de Valores las transacciones apalancadas, sin embargo tal circunstancia no es óbice para que el pago de la tarifa se realice de forma correcta, o que por tanto la misma se vea afectada.

Por todo lo anterior, es el criterio de ésta Superintendencia en virtud de lo establecido en artículo 39 de la Ley 67 de 2011, que la base para el cálculo de la tarifa de supervisión de las Casas de Valores tomando en cuenta las operaciones que se realizan de forma apalancada, es según la propia norma lo indica, la relacionada al cálculo del porcentaje sobre el monto anual de las negociaciones de valores e instrumentos financieros; es decir el cálculo incluye el monto total de las operaciones apalancadas realizadas por la Casa de Valores.

En relación a la segunda interrogante;

> 2. *En el supuesto de que la respuesta implique el pago de la tarifa de supervisión sobre la totalidad de las operaciones apalancadas, sin tomar en cuenta que la Casa de Valores cobra comisiones sobre transacciones apalancadas reales, se consulta sobre la posibilidad de que los informes globalizados sean presentados de forma tal que reflejen montos reales transados por el cliente sin tomaren cuenta la posición apalancada por un lado y en diferente sección los montos apalancados a fin se pueda discernir con calidad la base real del cálculo de comisiones de la Casa y por tanto la base de operaciones de valores real para el cálculo de la tarifa de supervisión.*

Observamos que la consulta plantea la posibilidad de que los informes globalizados sean presentados de *forma tal que reflejen los montos reales transados por el cliente*. Sobre esta acotación, como ente regulador, es menester señalar que los informes globalizados de

transacciones mensuales solicitados a las Casas de Valores todos los meses precisamente deben reflejar montos reales transados por el cliente. Por lo que discrepamos con la solicitante al inferir que en la actualidad las Casas de Valores se encuentran presentando información irreal, incorrecta o falsa. Los informes globalizados; así como cualquier otro reporte que se presente a ésta autoridad se presenta bajo la premisa que es información veraz para el conocimiento del público inversionista, de lo contrario pudiera acarrear investigación administrativa por presentación de información falsa o engañosa que pudiera resultar en sanciones.

Cabe señalar nuevamente, a fin de evitar confusiones que los montos reales transados por el cliente en operaciones apalancadas incluyen tanto el monto aportado por el cliente como la posición apalancada, de lo contrario no puede realizarse determinada transacción por la cantidad de títulos valores que desea comprar el inversionista. Los montos reales transados por el cliente incluyen la posición apalancada; así se aprecia en el tiquete de la transacción por orden del cliente.

Así las cosas, ésta Superintendencia estima que los informes globalizados deben presentar los montos reales transados por el cliente, los cuales incluyen precisamente la posición apalancada dentro de dichos montos. La transacción del cliente se hace por el monto global, el cual se considera real, por lo que se debe tomar en cuenta la posición apalancada.

Sin embargo lo anterior, debemos señalar que el formulario por medio del cual se reportan las transacciones globalizadas de casa mes, fue modificado y reemplazado a través del Acuerdo 2-2011; el cual se empezará a utilizar en el mes de febrero del 2012. Este formulario denominado DS-01 al lado de las columnas para reportar las transacciones de compra y de venta agrega una columna para que los sujetos regulados indiquen que operación fue apalancada. Adicionalmente, se agregó una sección titulada *"Resumen según Tipo de Operación"* donde las Casas de Valores deben colocar el total de las operaciones que fueron colocadas mediante margen. No obstante lo anterior, estos reportes no deben entenderse como que las transacciones no deben reportarse por los montos globales y reales de la operación misma que incluyen montos apalancados.

Dada en la ciudad de Panamá, República de Panamá, a los diecinueve (19) días del mes de enero del año dos mil doce (2012).

Fundamento Legal: Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, reformado por la Ley No. 67 de 1 de septiembre de 2011.

NOTIFIQUESE Y PUBLÍQUESE

Julio Javier Justiniani
Comisionado Presidente

Juan Manuel Martans Sánchez
Comisionado Vice – Presidente

Marelissa Quintero de Stanziola
Comisionada, a. i.