REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN No. 10
(de 29 de junio de 2012).

OPINIÓN DE OFICIO

Tema: Sobre la expresión "**o cualesquier otros bienes que determine la Superintendencia**" contenida en la definición de Sociedad de Inversión, aportada por el numeral 58 del artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores y la determinación de bienes muebles consistentes en derechos de cobro que resulten de la venta de bienes y/o la prestación de servicios, ya sean éstos representados por medio de facturas o no estos bienes, objeto de inversión de las Sociedades de Inversión en la República de Panamá.

Previo a sentar posición administrativa, se nos hace necesario citar algunas normas, con la finalidad de que nos permita sustentar la misma, las cuales son:
1- Numeral 58 del artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores:

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

> 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***. (la negrita y el subrayado es nuestro)

2- Artículo 3 del Acuerdo 5-2004 de 23 de julio de 2004:

> ***"Artículo 3. Categorías de Sociedades de Inversión según el riesgo.***
>
> *Por el tipo de valores que componen la cartera, las Sociedades de Inversión podrán ser de renta variable, de renta fija pública o privada, siempre que el porcentaje de la inversión total en estos valores en la cartera exceda del ochenta por ciento (80%), y de Sociedades de Inversión mixtas entre dos (2) o más de esas categorías, cuando no alcancen tal porcentaje en ninguno de los tipos de activos señalados. Podrán distinguirse, por la procedencia geográfica de los valores en los que inviertan, Sociedades de Inversión nacional o internacional y, dentro de estas últimas, por el ámbito territorial al que se refieran.*
>
> *Se distinguen, asimismo, las siguientes Sociedades de Inversión:*
> *1. Sociedades de Inversión Inmobiliaria, aquellas que inviertan el ochenta por ciento (80%) en inmuebles, en títulos representativos de derechos sobre inmuebles, o en el negocio de desarrollo y administración inmobiliaria.*
>
> *Para los efectos del presente acuerdo se entenderá por negocio de desarrollo y administración inmobiliaria, aplicable exclusivamente a una persona jurídica, como la actividad de dedicarse habitualmente, ya sea directamente o a través de subsidiarias, debidamente registrada ante la Comisión Nacional de Valores, al desarrollo, financiamiento y/o administración de bienes inmuebles para propósitos residenciales, comerciales o industriales en la República de Panamá.*

2. Sociedades de Inversión en el mercado monetario, aquellas que inviertan el ochenta por ciento (80%) en activos a corto plazo del mercado monetario.

3. Sociedades de Inversión en futuros y derivados, las que inviertan el ochenta por ciento (80%) en futuros e instrumentos derivados.

*Las Sociedades de Inversión que no sean Sociedades de Inversión en el mercado monetario o Sociedades de Inversión en futuros y derivados podrán, no obstante, invertir una parte no significativa de sus activos, entendiéndose por tal la que no exceda del veinte por ciento (20%) de éstos, en tales valores o instrumentos, **siempre que así se haya hecho constar en su correspondiente Prospecto, y cumplan las normas previstas en el presente Acuerdo."*** **(la negrita y el subrayado es nuestro)** (la negrita y el subrayado es nuestro)

3- Artículo 154 de la Ley del Mercado de Valores:

"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."*** **(la negrita y el subrayado es nuestro)** (la negrita y el subrayado es nuestro)

4- Artículo 4 del Acuerdo 5-2004 de 23 de julio de 2004:

"Artículo 4. Estructuras permitidas:

*Podrán registrarse en la Comisión Nacional de Valores las 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 cualquier otra estructura que la Comisión no haya prohibido.*** **(la negrita y el subrayado es nuestro)** (la negrita y el subrayado es nuestro)

5- Artículo 17 del Acuerdo 5-2004 de 23 de julio de 2004:

Artículo 17. Prospecto Informativo

El prospecto es un instrumento de divulgación de información sobre las características, políticas de inversión y los riesgos de la sociedad de inversión y del administrador de inversiones.
El Prospecto Informativo deberá contener toda la información que permita a los inversionistas formular un juicio sobre la inversión. La información que se plasme en él debe ser verdadera, clara, precisa, suficiente y comprobable; no deberá contener apreciaciones subjetivas u omisiones que distorsionen la realidad. (la negrita y el subrayado es nuestro)

Como se observa en el numeral 58 del artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores, es función de la Superintendencia del Mercado de Valores determinar cuales bienes pueden ser objeto de inversión por parte de una Sociedad de Inversión, mismos invertidos directamente, si la Sociedad de Inversión es autoadministrada o a través de administradores de inversión.

Tal y como se observa en el artículo 3 del Acuerdo 5-2004 de 23 de julio de 2004, se pueden constituir sociedades de inversión de naturalezas diversas, de entre las cuales principalmente se distinguen las Sociedades de Inversión Inmobiliaria, las que invierten en el mercado monetario y las que invierten en futuros y derivados. Igualmente, queda abierta la posibilidad de crear otros tipos de Sociedades de Inversión.

En este sentido, la definición aportada, tal como hemos venido viendo, asigna la facultad a esta Institución establecer aquellos bienes que puedan ser objeto de constitución de una Sociedad de Inversión en la República de Panamá, y no se limita a la clasificación que nos brinda el artículo 3 del Acuerdo 5-2004, sin que quede abierta a otros bienes muebles.

En atención a consultas realizadas a esta Institución, y tomando en cuenta que, de acuerdo al extracto, objeto de la presente opinión, esta Institución desea sentar posición administrativa en cuanto a la interpretación de la expresión *"o cualesquier otros bienes que determine la Superintendencia"* contenida en la definición de Sociedad de Inversión, aportada por el numeral 58 del artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores. Dicha definición ya expresamente otorga la posibilidad de que las sociedades de inversión puedan invertir en bienes inmuebles, dejando abierta la posibilidad de inversión en cualesquier otros bienes que determine la superintendencia, por lo que debemos entender que los otros bienes son aquellos de categoría de bienes muebles. Por lo que, en el caso que nos ocupa, y de acuerdo a lo que hemos venido revisando, sobre si una Sociedad de Inversión puede invertir en facturas, derechos o bienes muebles como a continuación se explica, se nos hace obligatorio definir que son bienes muebles. En este sentido, el Código Civil en sus artículos 324, 326 y 327 establecen lo siguiente:

> ***"Artículo 324.*** *Todas las cosas que son o pueden ser objeto de apropiación se consideran como bienes, muebles o inmuebles.*
> ***Artículo 326.*** *Se reputan bienes muebles los susceptibles de apropiación no comprendidos en el Capítulo anterior, y en general todos los que se pueden transportar de un punto a otro sin menoscabo de la cosa inmueble a que estuvieren unidos.*
> ***Artículo 327.*** *Se reputan también bienes muebles los derechos y las obligaciones, y acciones aunque sean hipotecarias, que tienen por objeto sumas de dinero o efectos muebles; las acciones y cuotas de participación en compañías mercantiles o civiles aun cuando las mismas posean inmuebles, y las rentas y pensiones."*

Dentro de las consultas formuladas, se planteó la posibilidad de la constitución de sociedades de inversión, cuyo objeto consista en la inversión de bienes muebles consistentes en derechos de cobro que resulten de la venta de bienes y/o la prestación de servicios, ya sean éstos representados por medio de facturas o no, sean bienes en los cuales una sociedad de inversión pueda invertir los dineros obtenidos del público inversionista.
Bajo esta premisa, y tomando en cuenta que las Opiniones que emita el superintendente se limitarán a expresar la posición administrativa de la Superintendencia en cuanto a la aplicación de una disposición específica de la Ley del Mercado de Valores a un caso

particular, sin contravenir decisiones que sobre la misma materia hubiera dictado la Junta Directiva o el Órgano Judicial, encontramos propicia la ocasión de las consultas realizadas para fijar el siguiente criterio en cuanto a la determinación de bienes en los cuales puede invertir una Sociedad de Inversión a registrarse en la Superintendencia del Mercado de Valores. En este caso en particular, nos referiremos únicamente a la determinación por este medio de aquellos bienes muebles consistentes en derechos de cobro que resulten de la venta de bienes y/o la prestación de servicios, ya sean éstos representados por medio de facturas o no, sean bienes en los cuales una sociedad de inversión pueda invertir los dineros obtenidos del público inversionista.

En el caso que nos ocupa, antes de que ésta entidad emita criterios sobre la determinación de otros bienes muebles en los cuales una Sociedad de Inversión puede invertir, resulta importante verificar la figura en otras jurisdicciones, por lo que se realizó estudio y análisis de las legislaciones que sobre la materia tiene Chile, Colombia y Perú en las cuales pudimos encontrar que sus marcos regulatorios prevén la posibilidad de la constitución de este tipo de sociedades de inversión.

Específicamente, veamos la regulación de dichas jurisdicciones en la materia. La norma chilena de carácter general No. 191 de 29 de diciembre de 2005, que "*Autoriza la Inversión en Contratos sobre productos que consten en facturas y títulos representativos de productos agropecuarios negociados en las Bolsas de Productos Agropecuarios de la Ley 19.220, por los Fondos Mutuos*", nos indica lo siguiente:

> *"I. INSTRUMENTOS O BIENES AUTORIZADOS.*
> *Autorícese a las sociedades que administren fondos mutuos (en adelante administradoras) a invertir en los siguientes instrumentos o* ***bienes****, por cuenta de sus fondos mutuos administrados.*
>
> 1. *...*
> 2. ***Contratos sobre productos que consten en facturas*** *(en adelante "facturas), cuyos padrones se encuentren inscritos en el Registro de Productos que lleva esta Superintendencia y que cumplan con todas las condiciones y requisitos para ser transados en una Bolsa de Productos, de acuerdo a la normativa bursátil emitida por ésta y aprobada por este Servicio. (el resaltado es nuestro)*
>
> *II. CONDICIONES Y CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN.*
> *Los títulos representativos de productos agropecuarios* ***y las facturas****, deberán, permanecer en custodia bajo la responsabilidad de la Bolsa de Productos.*
> *Las administradoras podrán adquirir facturas, por cuenta de sus fondos mutuos administrados, de aquellos deudores que tengan emisiones vigentes de instrumentos de deuda, donde la menor de sus calificaciones de riesgo corresponda a la categoría B (si se tratare de títulos de deuda de largo plazo), N-4 (en caso de tratarse de títulos de deuda de corto plazo), o superior. En caso de que la factura se encuentre garantizada o asegurada en su totalidad por otra entidad, de acuerdo al procedimiento definido por la respectiva Bolsa de Productos, la exigencia de clasificación de riesgo corresponderá a la asignada al garantizador o asegurador de la factura. Este requerimiento no será aplicable tratándose de fondos mutuos dirigidos a inversionistas calificados, definidos en el numeral 8 del título II de la Circular N° 1.578.*
> *Los títulos representativos de productos agropecuarios* ***y las facturas****, deberán en todo momento, ceñirse a las disposiciones en relación a su inscripción, transacción, liquidación y custodia, que para dicho efecto emitan la Superintendencia y la Bolsa de Productos correspondiente.*
>
> *III. LÍMITES*

[...]
Las facturas podrán ser adquiridas por aquéllos fondos mutuos que puedan invertir en instrumentos de deuda, *según lo establecido en la Circular N° 1.578 de esta Superintendencia, y en la medida que sus propios reglamentos internos lo contemplen. La inversión por parte de los fondos mutuos en facturas deberá ser considerada para el cálculo de los límites establecidos en los números 6 y 7 del artículo 13) del D.L. N° 1.328, teniendo en cuenta para tal efecto al deudor o pagador de la factura, en vez del emisor de la misma. (el resaltado es nuestro)*

IV. INFORMACIÓN EN LOS REGLAMENTOS INTERNOS
Los reglamentos internos de los fondos mutuos deberán señalar, en las secciones que corresponda de acuerdo al modelo establecido por la Circular N° 1.633, la posibilidad de inversión en los instrumentos y bienes indicados en los numerales 1 y 2 del título I de la presente Norma de Carácter General, y sus correspondientes políticas de diversificación.[1]

Observamos que la Norma de Carácter General (NCG) No. 191 en Chile contempla que una sociedad de inversión (fondo mutuo) sí puede invertir en facturas que se tranzan en la bolsa de productos; para lo cual contemplan ciertos tienen ciertos requisitos.

Para el caso Colombiano, citamos el artículo 3.1.4.1.4 del Decreto 2555 del 15 de julio de 2010 emitido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, sobre activos aceptables para invertir, el cual señala que las sociedades administradoras podrán conformar los portafolios de las carteras colectivas con cualquier activo o derecho de contenido económico, según sea su naturaleza.

Artículo 3.1.4.1.4. Activos Aceptables para invertir
"Sin perjuicio de lo previsto en el artículo 3.1.4.1.7. del presente decreto, las sociedades administradoras podrán integrar a los portafolios de las carteras ***colectivas cualquier activo o derecho de contenido económico****, según sea su naturaleza, entre otros:*

1. *Valores inscritos o no en el Registro Nacional de Valores y emisores – RNVE.*
2. *Titulas valores.*
3. *Valores emitidos por entidades bancarias del exterior.*
4. *Valores emitidos por empresas extranjeras del sector real cuyas acciones aparezcan inscrita en una o varias bolsas de valores internacionalmente reconocidas.*
5. *Bonos emitidos por organismos multilaterales de crédito, gobiernos extranjeros o entidades públicas.*
6. *Participaciones en fondos de inversión extranjeros o fondos que emulen índices nacionales o extranjeros.*
7. *Documentos representativos de participaciones en otras carteras colectivas nacionales.*
8. *Divisas, con las limitaciones establecidas en el régimen cambiario, en cuanto al pago de la redención de participaciones; y*
9. *Inmuebles*

Parágrafo*. Las sociedades administradoras de carteras colectivas podrán realizar depósitos en cuentas corrientes o de ahorros, en los términos y condiciones que se establezcan en el reglamento."* [2] *(el resaltado es nuestro)*

---

[1] http://www.bolsadeproductos.cl/

[2] http://www.minhacienda.gov.co/MinHacienda/haciendapublica/normativa/regulacionfinanciera/DecretoUnico

Esta regulación de forma amplia permite la inversión en cualquier activo o derecho de contenido económico, cualquier sea su naturaleza y lista una serie de instrumentos la cual no es taxativa.

Adicionalmente, bajo el contexto de que los administradores pueden conformar los portafolios de las carteras colectivas con activos representativos de derechos económicos, el mercado colombiano viene desarrollando las carteras colectivas de factoring, las cuales se convierten en un vehículo de inversión especializado en cualquier tipo de instrumento representativo de deuda.
Finalmente, resulta conveniente señalar que dado el auge de este instrumento de inversión, la Superintendencia Financiera de Colombia expidió recientemente la Circular Externa 052 de 2011, la cual tiene como referencia: *"Elementos mínimos a considerar en la evaluación del riesgo de crédito de las carteras colectivas, así como para la valoración de inversiones en títulos valores y demás derechos de contenido económico"* mediante la cual se imparten instrucciones relacionadas con los elementos mínimos a considerar en la evaluación del riesgo de crédito de las carteras colectivas, así como para la valoración de inversiones en títulos valores y demás derechos de contenido económico.

Como muestra la segunda cláusula de dicha Circular señala *"modificar el numeral 6.4 del Capítulo 1 de la Circular Básica Contable y Financiera con el fin de* ***incluir la obligación de considerar, en la metodología de valoración el riesgo inherente de las inversiones en títulos valores y demás derechos de contenido económico.***"[3] (el resaltado es nuestro)

Por su parte, la Ley de fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras; Decreto Legislativo No. 00862-1996, publicado el 22/10/1996 del Perú, y el reglamento de fondos de inversión y sus sociedades administradoras, Resolución CONASEV No. 042-2003-EF/94-10, En Perú, los fondos de inversión diversificados pueden invertir directa o indirectamente en un bien o en derechos sobre el mismo, el cual no podrá exceder el 75% del activo total del fondo. Esto implica la realización de inversiones en activos, bienes, o derechos emitidos o garantizados.

Lo anterior con sustento en el Articulo 27 del Decreto Legislativo No. 00862 el cual establece en sus literales c y e lo siguiente:

> ***Artículo 27 – INVERSIONES DE LOS RECURSOS DEL FONDO:***
> *Las inversiones de los recursos del Fondo podrán efectuarse en:*
> *a) ...*
> *b) ...*
> *c)* ***Instrumentos financieros no inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores;***
> *d) ...*
> *e) Depósitos en entidades bancarias o financieras del exterior,* ***así como instrumentos representativos de éstos; (la negrita es nuestra)***

La legislación peruana distingue en fondos mutuos de inversión en valores que tiene por objeto inversión en valores mobiliarios de renta fija y variable. Mientras que los fondos de inversión tienen un ámbito más amplio de inversión ya que además de lo mencionado pueden invertir en otros activos, bienes o derechos emitidos o garantizados, canalizar recursos a bienes inmuebles entre otros.

Tomando en cuenta estos elementos, esta Institución no encuentra objeción en cuanto al registro y operación de una Sociedad de Inversión que pueda invertir en bienes muebles consistentes en derechos de cobro representados en facturas o cualquier otro documento que bajo las leyes de comercio donde se haya generado el crédito inequívocamente evidencie la existencia de dicho crédito, y el derecho de la sociedad de inversión a cobrarlo;

---

[3] http://www.superfinanciera.gov.co/NormativaFinanciera/Archivos/ce052_11.doc

siempre y cuando se cumpla con la reglamentación existente en la materia consagrado en el Acuerdo 5-2004, en especial con que se provea al público inversionista con "***toda la información que permita a los inversionistas formular un juicio sobre la inversión. La información que se plasme en él debe ser verdadera, clara, precisa, suficiente y comprobable; no deberá contener apreciaciones subjetivas u omisiones que distorsionen la realidad"***, tal como lo indica el artículo 17 del Acuerdo 5-2004. Igualmente, que se explique clara y detalladamente el esquema y la estructura de las inversiones a realizarse dentro del prospecto informativo, en cumplimiento del artículo 154 de la Ley del Mercado de Valores y su correspondiente reglamentario, contenido en el artículo 4 del Acuerdo 5-2004; así como el cumplimiento de toda la normativa relativa al registro, operación y cumplimiento establecidas para las Sociedades de Inversión dentro de la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos.

No obstante lo anterior, ésta entidad es consciente de que sobre la materia objeto de la presente consulta debe revisarse la actual reglamentación a fin de que se incluyan elementos mínimos a considerar en la evaluación del riesgo de crédito de las carteras colectivas, así como para la valoración de inversiones de derechos de cobros, lo cual no es viable incorporar por medio de una Opinión Administrativa.

Por todo lo anterior, esta Institución por medio de la presente Opinión determina que los bienes consistentes en la inversión de bienes muebles consistentes en derechos de cobro que resulten de la venta de bienes y/o la prestación de servicios, ya sean éstos representados por medio de facturas o cualquier otro documento que bajo las leyes de comercio donde se haya generado el crédito inequívocamente evidencie la existencia de dicho crédito, y el derecho de la sociedad de inversión a cobrarlo, son bienes en los cuales una sociedad de inversión puede invertir los dineros obtenidos del público inversionista; siempre y cuando esta actividad forme parte del objetivo de inversión de la misma. La sociedad de inversión deberá cumplir con cualquier otra legislación nacional aplicable en la presente actividad.

Fundamento Legal: Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, Acuerdo N°5-2004 de 23 de julio de 2004 y Código Civil de la República de Panamá.

PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE

Julio Javier Justiniani
Comisionado Presidente

Juan Manuel Martans
Comisionado Vicepresidente

Marelissa Quintero de Stanziola
Comisionada a.i.